



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 3 / 2026



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	14
3 Prix et coûts	24
4 Évolutions sur les marchés financiers	32
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	36
Encadrés	45
1 Évaluer l'intégration transfrontière des marchés d'actions dans la zone euro : éléments tirés d'un modèle de gravité	45
2 L'impact de l'essor industriel de la Chine sur la zone euro	52
3 Dispersion de la croissance du PIB en volume entre les pays de la zone euro : évolutions et déterminants	59
4 Économisez votre énergie : comment la guerre au Moyen-Orient pourrait affecter l'épargne des ménages et l'économie	65
5 Les déterminants des tendances de l'emploi des travailleurs âgés	72
6 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	77
7 Quoi de neuf côté IPCH ? La mise à jour 2026 de la classification et ses implications pour l'analyse de l'inflation	83
Articles	90
1 Droits de douane et investissements directs étrangers – une relation nuancée	90
Encadré 1 Nouvelle analyse du lien entre commerce et investissements directs étrangers	97
Encadré 2 Les investissements directs étrangers sortants évincent-ils les investissements intérieurs dans la zone euro ?	107
2 Les déterminants de la population active dans la zone euro	113

Encadré 1	Taux d'activité dans la zone euro et aux États-Unis : une comparaison des tendances	126
------------------	---	-----

Statistiques		139
---------------------	--	------------

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion du 30 avril 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Si les informations disponibles correspondent globalement à sa précédente évaluation des perspectives d'inflation, les risques à la hausse sur l'inflation et les risques à la baisse sur la croissance se sont intensifiés. Le Conseil des gouverneurs entend mener sa politique monétaire de façon à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme.

La guerre au Moyen-Orient a provoqué une forte augmentation des prix de l'énergie, qui pousse l'inflation à la hausse et pèse sur le climat économique. Les effets de la guerre sur l'inflation à moyen terme et l'activité économique dépendront de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie et de l'ampleur de ses effets indirects et de second tour. Plus la guerre se prolongera et plus les prix de l'énergie resteront longtemps à des niveaux élevés, plus l'incidence probable sur l'inflation totale et l'économie sera forte.

Le Conseil des gouverneurs reste en bonne position pour faire face à l'incertitude actuelle. L'inflation dans la zone euro se situait autour de la cible de 2 % au début de la période de forte hausse des prix de l'énergie, et l'économie a bien résisté au cours des derniers trimestres. Les anticipations d'inflation à long terme demeurent solidement ancrées, même si les anticipations à des horizons plus courts ont nettement augmenté.

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

Activité économique

L'économie de la zone euro affichait un certain dynamisme quand les turbulences en cours se sont fait jour. Le PIB en volume a crû de 0,1 % au premier trimestre 2026, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat. La demande intérieure reste le principal moteur de la croissance, soutenue par un marché du travail robuste. Toutefois, les perspectives économiques sont très incertaines et dépendront de la

durée de la guerre au Moyen-Orient et de l'importance de ses effets sur les marchés de l'énergie et des autres matières premières ainsi que sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Les données disponibles laissent à penser que le conflit pèse sur l'activité économique. Les résultats d'enquêtes signalent un ralentissement de la croissance, alors que la confiance en l'avenir des consommateurs et des entreprises est en retrait depuis que la guerre a éclaté. L'allongement des délais de livraison et la hausse du coût des intrants laissent entrevoir une montée des tensions sur les chaînes d'approvisionnement.

Pour la période à venir, les coûts élevés de l'énergie devraient continuer de peser sur les salaires réels, freinant la consommation et les investissements des ménages et des entreprises. Le chômage est resté à un niveau proche de ses points bas de très long terme en mars 2026, à 6,2 %, mais la demande de main-d'œuvre s'est encore atténuée. Cela étant, la situation financière des ménages demeure solide, et l'investissement devrait rester soutenu par la hausse des dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures ainsi que par l'accélération des investissements des entreprises dans les nouvelles technologies numériques. Cette situation de départ favorable devrait permettre d'amortir quelque peu les retombées de la guerre.

Le Conseil des gouverneurs a souligné le besoin urgent de renforcer l'économie la zone euro tout en maintenant des finances publiques saines. Les mesures budgétaires prises face au choc des prix de l'énergie devraient être temporaires, ciblées et adaptées. Les réformes visant à renforcer le potentiel de croissance de la zone euro et à accélérer la transition énergétique en vue de réduire la dépendance aux combustibles fossiles sont plus vitales que jamais. L'achèvement de l'union pour l'épargne et l'investissement est fondamental pour financer l'innovation, soutenir les transitions écologique et numérique et améliorer la productivité. L'euro numérique et la monnaie de banque centrale interbancaire tokenisée consolideront l'autonomie stratégique, la compétitivité et l'intégration financière de l'Europe, et stimuleront l'innovation dans le domaine des paiements. Il est donc essentiel d'adopter rapidement le règlement établissant l'euro numérique. La simplification et l'harmonisation des règles dans l'ensemble du marché unique de l'UE favoriseront une croissance plus rapide des entreprises européennes.

Inflation

En avril 2026, l'inflation a atteint 3,0 %, après 2,6 % en mars et 1,9 % en février. Cette dynamique résulte de la flambée des prix de l'énergie causée par la guerre au Moyen-Orient. La hausse des prix de l'énergie a bondi, à 10,9 % après 5,9 % en mars, et la hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accélérée à 2,5 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est revenue à 2,2 %, contre 2,3 % en mars, sous l'effet d'un ralentissement de la hausse des prix des services de 3,2 % en mars à 3,0 %. Le renchérissement des biens s'est accentué, à 0,8 %, contre 0,5 % en mars.

Les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente ont peu varié ces derniers mois. À ce stade, l'outil de suivi des salaires de la BCE et les résultats d'enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires continuent de signaler une baisse des coûts de main-d'œuvre courant 2026. Mais les résultats d'enquêtes pointent aussi vers une hausse d'autres composantes des coûts et des anticipations relatives aux prix de vente. Les anticipations d'inflation ont nettement augmenté sur les horizons à plus court terme. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

Du fait de l'augmentation des prix de l'énergie, l'inflation se maintiendra à un niveau nettement supérieur à 2 % à court terme. Avec la prolongation de la période de prix de l'énergie élevés, l'incidence probable sur l'inflation totale à travers les effets indirects et de second tour se renforce. Le Conseil des gouverneurs surveillera par conséquent de près l'ampleur et la durée de cette envolée des prix de l'énergie ainsi que ses répercussions sur la formation des prix et des salaires, les anticipations d'inflation et la dynamique économique dans son ensemble.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse. La guerre au Moyen-Orient demeure un risque baissier pour l'économie de la zone euro, accentuant la volatilité de l'environnement politique mondial. Une prolongation des perturbations de l'approvisionnement en énergie pourrait se traduire par une hausse des prix de l'énergie plus forte et plus durable qu'anticipé actuellement. Ces facteurs éroderaient les revenus et rendraient les entreprises et les ménages plus réticents à investir et à dépenser. Le frein à la croissance se renforcerait si la fermeture d'importantes routes maritimes venait à causer de sévères pénuries d'intrants essentiels forçant les entreprises de la zone euro à réduire leur production. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux pourrait brider davantage la demande. Des frictions supplémentaires dans les échanges commerciaux internationaux pourraient exacerber les perturbations des chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. D'autres tensions géopolitiques et, en particulier, la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. Cela étant, la croissance pourrait aussi être plus forte si l'économie répondait mieux aux perturbations causées par la guerre au Moyen-Orient ou si le conflit se terminait plus vite qu'attendu actuellement. De plus, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, les réformes visant à améliorer la productivité et l'adoption par les entreprises de la zone euro de nouvelles technologies pourraient soutenir la croissance davantage que prévu. De nouveaux accords commerciaux et une plus forte intégration du marché unique seraient aussi de nature à attiser la croissance au-delà des anticipations actuelles.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse. Si les prix de l'énergie augmentent davantage et plus durablement qu'envisagé actuellement, l'accélération de l'inflation dans la zone euro serait encore plus forte.

Une telle dynamique pourrait être renforcée et devenir plus persistante si la hausse des prix de l'énergie se diffusait davantage qu'attendu aux autres prix et aux salaires, si les anticipations d'inflation à long terme augmentaient de ce fait ou si les chaînes d'approvisionnement mondiales étaient plus largement perturbées. Les tensions commerciales actuelles pourraient aussi entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières critiques et aggraver les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si les conséquences économiques de la guerre au Moyen-Orient étaient de plus courte durée qu'anticipé actuellement ou si les effets indirects et de second tour s'avéraient moins prononcés. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

Conditions financières et monétaires

La guerre au Moyen-Orient a entraîné une forte volatilité sur les marchés financiers mondiaux. Les conditions financières globales restent plus strictes qu'avant la guerre.

Le coût du financement par endettement de marché est passé à 3,9 % en mars, contre 3,5 % en février. Les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises – sur la base de données récoltées avant le début de la guerre – ont légèrement reculé, à 3,5 % en février, alors que les taux hypothécaires se sont maintenus à 3,4 %.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a augmenté en mars, à 3,2 %, après 3,0 % en février, tandis que celui des émissions d'obligations d'entreprises a baissé à 3,9 %, après 4,5 % en février. Selon l'enquête d'avril 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont resserrés au premier trimestre. Ce durcissement résulte principalement des inquiétudes croissantes des banques face aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés. La demande de prêts émanant des entreprises, notamment à des fins d'investissement fixe, a légèrement fléchi au premier trimestre.

L'encours des prêts hypothécaires s'est accru de 3,0 % en mars, contre 3,1 % en février, dans un contexte de faible resserrement des critères d'octroi et de demande inchangée.

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 30 avril 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Il entend mener sa politique monétaire de façon à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. 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

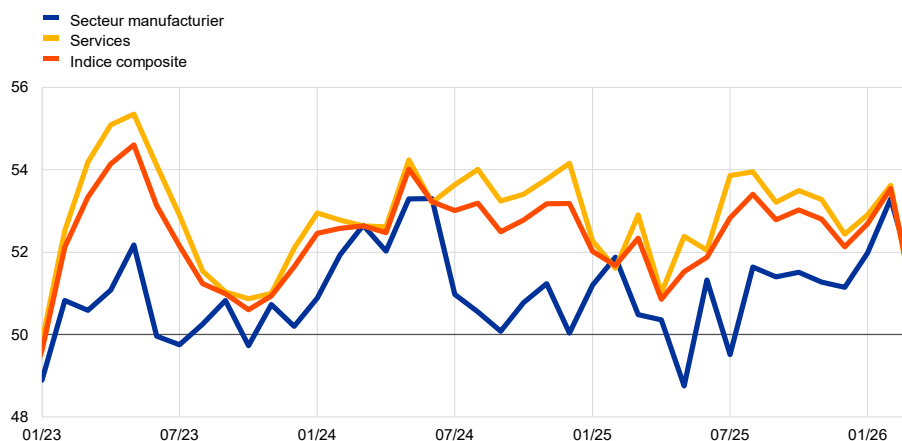
L'activité économique mondiale a relativement bien résisté, mais commence à s'affaiblir, la guerre au Moyen-Orient pesant sur les marchés de l'énergie, sur la confiance et sur les perspectives de croissance à court terme. La hausse des prix du pétrole et du gaz, résultant de la réduction de l'offre en provenance du Golfe, affecte les économies importatrices d'énergie, notamment le Japon, la Corée du Sud et l'Inde. L'inflation mondiale s'est stabilisée en février 2026, mais le renchérissement de l'énergie suscite de nouvelles tensions à la hausse. L'effet direct sur le commerce mondial, hormis le secteur de l'énergie, est limité jusqu'à présent. Les perturbations du transport maritime hors énergie sont restées limitées, malgré les tensions affectant le transit de l'énergie par le détroit d'Ormuz. Toutefois, des effets indirects peuvent encore apparaître, car même si les exportations hors énergie en provenance du Golfe sont limitées, des perturbations des principaux intrants tels que l'hélium et le méthanol pourraient toucher des secteurs tels que les puces électroniques et l'industrie aérospatiale.

L'activité économique mondiale a bien résisté, mais montre des premiers signes d'affaiblissement. Face aux répercussions de la guerre au Moyen-Orient sur les marchés de l'énergie, sur la confiance et sur les perspectives de croissance à court terme, l'indice composite des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Index*, PMI), hors zone euro, pour la production mondiale est revenu à 50,9 en mars 2026, après 53,5 en février, restant néanmoins en territoire expansionniste (graphique 1). Selon cet indicateur tiré d'enquêtes, en mars, l'activité économique s'est ralentie plus fortement dans les pays émergents d'Asie, notamment en Chine, et aux États-Unis. La hausse des prix de l'énergie semble également freiner les dépenses de consommation, les indices PMI relatifs aux secteurs orientés vers les consommateurs affichant le plus fort affaiblissement. Dans le même temps, les enquêtes sur la confiance des consommateurs font état d'une baisse modérée du sentiment des ménages, bien que beaucoup moins importante que lors du choc énergétique de 2022. À mesure que le choc énergétique continuera de se transmettre à l'économie, le frein qu'il exerce sur l'activité devrait s'intensifier au cours des prochains trimestres.

Graphique 1

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

(indices de diffusion)



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

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

Les prix de l'énergie demeurent très volatils à la suite des perturbations du transport maritime par le détroit d'Ormuz.

Les prix du Brent ont augmenté de 9 %, atteignant 120 dollars le baril, la poursuite du blocus du détroit ayant augmenté l'ampleur du choc d'offre de pétrole. Les prix restent très volatils, le sentiment des marchés fluctuant entre l'optimisme concernant la réouverture potentielle du détroit d'Ormuz – en particulier à la suite de l'annonce de l'accord de cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran début avril – et le pessimisme à chaque regain de tensions, notamment lors d'attaques contre des pétroliers. Dans l'ensemble, les prix du pétrole se situent 67 % au-dessus des niveaux d'avant le conflit. En revanche, les prix du gaz ont baissé de 14 % après l'annonce du cessez-le-feu, mais restent supérieurs de 47 % à leur niveau d'avant le conflit. Dans le cas de l'Europe, cette hausse résulte en grande partie d'une demande de précaution liée à des inquiétudes relatives à de futures perturbations de l'offre, plutôt qu'à une réduction effective des volumes d'importations. En témoigne un ralentissement marqué de la diminution des stocks, ce qui indique que les pénuries ont été évitées à ce jour. Cette résilience relative reflète premièrement l'impact retardé des perturbations des expéditions de gaz naturel liquéfié (GNL) du Qatar sur les importations européennes et, deuxièmement, l'exposition globalement limitée de l'Europe aux exportations de GNL du Moyen-Orient. Elle est également soutenue par la baisse de la demande chinoise de GNL liée à des conditions météorologiques plus clémentes. Malgré le renchérissement des engrais, les prix des produits alimentaires sont restés relativement stables jusqu'à présent, en particulier au vu des tensions observées en 2022. Contrairement au choc actuel, la crise de 2022 était caractérisée par la combinaison d'un choc énergétique avec un choc d'offre alimentaire important – l'Ukraine et la Russie étant d'importants exportateurs de céréales –, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. De plus, les stocks de céréales restent élevés, constituant un coussin contre les fluctuations de l'offre face à de potentielles baisses de rendement. Les engrais sont également fortement subventionnés dans de nombreux pays, ce qui rend leur utilisation finale moins

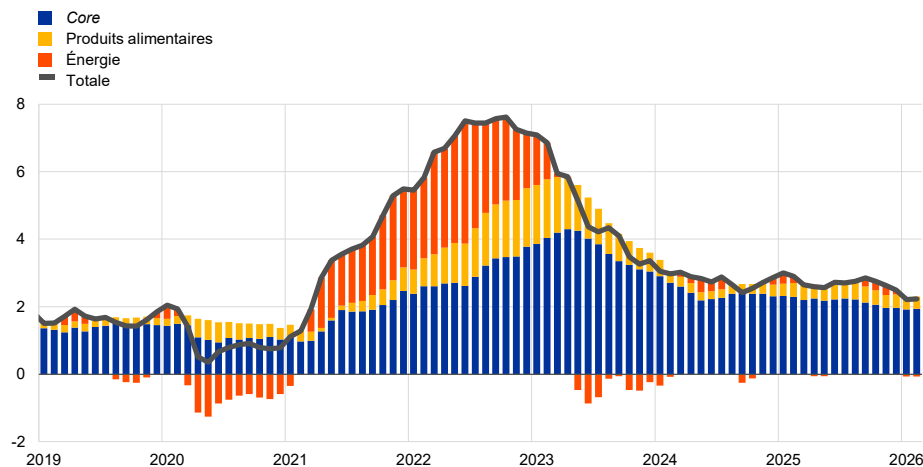
sensible aux variations de prix. Dans le même temps, les prix des métaux ont augmenté de 7 %, les perturbations de l'offre au Moyen-Orient poussant à la hausse le prix de l'aluminium.

La guerre au Moyen-Orient pèse sur les économies importatrices d'énergie, bien que son impact plus large sur le commerce mondial reste limité jusqu'à présent. La réduction des exportations d'énergie en provenance du Golfe affecte les secteurs à forte intensité énergétique, le Japon, la Corée du Sud et l'Inde étant les plus exposés. Bien que les réserves agissent comme des coussins à court terme, des signes précoces de tensions apparaissent, tels que des délais de livraison plus longs et des tensions à la hausse sur les prix. En revanche, les perturbations du commerce hors énergie ont été contenues. Le trafic passant par le détroit d'Ormuz ne représente qu'une faible part de la capacité mondiale de transport maritime, et le trafic passant par le canal de Suez avait déjà été dévié en réponse à des risques antérieurs. En conséquence, les coûts du fret pour les biens non énergétiques demeurent globalement stables. L'indice PMI relatif aux commandes à l'exportation indique une dynamique commerciale robuste début 2026, même si sa baisse en mars signale un possible ralentissement. Les indicateurs relatifs aux stocks ne montrent pas de signes d'accumulation stratégique, et les estimations à court terme impliquent que la croissance du commerce mondial pourrait se ralentir, revenant d'environ 1,2 % en glissement trimestriel début 2026 à environ 0,6 % au deuxième trimestre. Même si la guerre reste susceptible d'affecter les chaînes d'approvisionnement via les exportations hors énergie du Golfe, l'exposition reste limitée. Ces exportations représentent moins de 1 % des importations dans la plupart des économies et environ 1 % du commerce mondial, ce qui suggère un impact moins important que les perturbations précédentes en Asie de l'Est. Les risques sont concentrés sur quelques produits tels que l'hélium et le méthanol, pour lesquels les pays du Golfe détiennent d'importantes parts de marché, avec des répercussions potentielles sur des secteurs spécifiques tels que le secteur des puces électroniques et l'industrie aérospatiale.

L'inflation totale s'est stabilisée à 2,2 % en février 2026, avant que l'escalade de la guerre au Moyen-Orient et le renchérissement consécutif de l'énergie ne commencent à susciter de nouvelles tensions à la hausse. L'inflation *core* a légèrement augmenté, ressortant à 2,6 % après 2,5 % en janvier, demeurant nettement inférieure aux pics observés en 2022 (graphique 2). Toutefois, la hausse des prix de l'énergie commence à se propager dans l'économie mondiale. En mars, les États-Unis et la Chine ont tous deux fait état d'une accélération de la hausse des prix de l'énergie, l'indice PMI mondial relatif aux prix des consommations intermédiaires et à la production augmentant fortement pour atteindre ses niveaux les plus élevés depuis 2022, ce qui signale une nouvelle accumulation de tensions en amont.

Graphique 2 Hausse de l'IPC dans la zone OCDE

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

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

Les tensions inflationnistes résultant du choc énergétique actuel pourraient être plus contenues que lors de la crise de 2022. La demande mondiale est plus modérée qu'au cours de la période suivant la pandémie de COVID-19, et la politique monétaire dans les économies avancées se situe désormais entre globalement neutre et restrictive. Les tensions sur le marché du travail se sont également atténuées, comme le reflètent un ralentissement du ratio vacance d'emploi/chômage et de la croissance des salaires nominaux, réduisant ainsi le risque d'une dynamique salaires-prix prononcée. Ces facteurs associés suggèrent que la hausse des prix de l'énergie aura un effet moins marqué sur l'inflation *core*. Dans le même temps, les anticipations d'inflation pourraient être plus sensibles à de nouveaux chocs énergétiques, compte tenu de la période relativement récente d'inflation élevée dans de nombreuses économies, et les entreprises pourraient ajuster leurs prix plus rapidement.

Aux États-Unis, l'activité économique s'est affaiblie début 2026, et les tensions inflationnistes se sont intensifiées. La croissance de la consommation privée s'est nettement ralentie entre décembre 2025 et février 2026, sous l'effet d'une réduction des dépenses de biens. Même si elle s'est modérée, la consommation de services est restée relativement résiliente. Ce profil d'évolution est cohérent avec une croissance plus faible du revenu disponible, reflétant un ralentissement de l'emploi et de la dynamique des salaires, parallèlement à une très faible confiance des consommateurs. La croissance du PIB en volume au quatrième trimestre 2025 a été fortement révisée à la baisse, revenant d'une estimation initiale de 0,4 % en glissement trimestriel à 0,1 %. Cette évolution marque une forte décélération par rapport au troisième trimestre 2025, principalement en raison de la réduction des dépenses publiques liée à l'arrêt des activités des services publics. La croissance devrait rebondir au premier trimestre 2026 avec la normalisation de l'activité publique. Toutefois, les données de mars sont encore peu nombreuses et ne

rendent pas encore pleinement compte des effets de la guerre. Les données relatives au marché du travail dressent un tableau contrasté. L'emploi non agricole a fortement augmenté, de 178 000 postes en mars, soutenu par les embauches dans le secteur de la santé, tandis que l'emploi public a continué de diminuer. Le taux de chômage a légèrement baissé pour s'établir à 4,3 %, en raison d'une diminution du taux d'activité. La croissance des salaires s'est légèrement modérée et les taux d'embauche sont revenus à leur plus bas niveau depuis avril 2020. L'inflation s'est fortement accélérée, la hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) total atteignant 3,3 % en glissement annuel en mars, en grande partie sous l'effet des prix de l'énergie. L'inflation *core* a légèrement augmenté pour s'établir à 2,6 %, mais des tensions sous-jacentes persistent, notamment liées à la répercussion des droits de douane. L'inflation devrait encore s'accélérer, les risques étant orientés à la hausse, ce qui fait baisser les anticipations d'un assouplissement à court terme de la politique monétaire.

La croissance en Chine s'est renforcée début 2026, soutenue par un rebond de l'investissement et de fortes dépenses intérieures. La croissance trimestrielle du PIB a légèrement augmenté, passant de 1,2 % au quatrième trimestre 2025 à 1,3 % au premier trimestre 2026, légèrement au-dessus des anticipations des marchés. L'activité industrielle s'est redressée, reflétant une reprise progressive de l'investissement fixe à la suite des baisses antérieures. Si l'activité dans les services reste inférieure aux niveaux historiques, les ventes au détail et la production dans les services se sont améliorées, soutenues par les dépenses liées au Nouvel An chinois. Les exportations sont restées robustes au premier trimestre 2026, mais n'ont que légèrement contribué à la croissance globale, les importations ayant également augmenté. La demande intérieure continue d'afficher des performances faibles, et le secteur de l'immobilier demeure un frein persistant. La dynamique de l'inflation est contrastée : la hausse de l'IPC s'est modérée en mars 2026, le plafonnement des prix ayant limité la transmission du renchérissement de l'énergie, et les prix à la production sont devenus positifs pour la première fois depuis 2022, sous l'effet des coûts de l'énergie. L'exposition de la Chine aux chocs énergétiques est relativement limitée par rapport à d'autres économies en Asie. Son mix énergétique est moins dépendant du pétrole et du gaz, témoignant du rôle toujours important du charbon et de l'expansion rapide des énergies renouvelables. Des sources d'approvisionnement diversifiées et des stocks pétroliers importants fournissent des coussins supplémentaires, malgré une certaine dépendance au détroit d'Ormuz. Dans le même temps, la Chine est confrontée à des facteurs défavorables liés à l'affaiblissement de la demande régionale. Dans l'ensemble des économies asiatiques, la hausse des prix des matières premières devrait avoir un effet haussier sur l'inflation et freiner la croissance, pesant encore davantage sur la demande extérieure. La hausse des coûts de l'énergie pèse également sur les comptes courants des économies importatrices nettes d'énergie, à mesure que les soldes commerciaux se détériorent. Cela peut, dès lors, exercer des pressions baissières sur les taux de change.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume devrait être restée modeste au premier trimestre 2026. Après une faible croissance de 0,1 % au quatrième trimestre 2025, les indicateurs à haute fréquence ne font état que d'un léger

redressement. Les données PMI se sont améliorées en janvier et février 2026 avant de reculer fortement en mars, et le sentiment des consommateurs s'est nettement affaibli, reflétant probablement les effets de la guerre au Moyen-Orient. L'inflation totale s'est accélérée pour s'établir à 3,3 % en mars 2026, tandis que l'inflation *core* a légèrement diminué, revenant de 3,2 % à 3,1 %. Dans un contexte de tensions inflationnistes croissantes, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur inchangé à 3,75 % lors de la réunion de mars de son Comité de politique monétaire.

2 Activité économique

Après une croissance régulière en 2025, le PIB en volume a continué de progresser modérément au premier trimestre 2026. La demande intérieure est restée le principal moteur de la croissance, soutenue par la résilience du marché du travail. Néanmoins, la dynamique s'est affaiblie à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, entraînant une détérioration marquée de la confiance à partir de mars, en particulier chez les consommateurs et les détaillants. Les données d'enquêtes disponibles donnent donc à penser que le conflit commence à peser sur l'activité économique. Même si les personnes contactées dans le secteur des entreprises ont indiqué que les conditions actuelles sont globalement gérables, l'indice composite rapide des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro d'avril s'est établi au-dessous du seuil indiquant une contraction, tirée par les services, et l'indice PMI relatif aux anticipations des entreprises s'est nettement détérioré. Des signes d'un regain de tensions sur les chaînes d'approvisionnement sont apparus, comme le reflètent l'allongement des délais de livraison et la hausse des prix des intrants. Les perspectives économiques sont très incertaines et dépendront de la durée de la guerre au Moyen-Orient et de l'importance de ses effets sur les marchés de l'énergie et des autres matières premières ainsi que sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. Pour la période à venir, les coûts élevés de l'énergie devraient continuer de peser sur les salaires réels, freinant la consommation et les investissements des ménages et des entreprises. Le chômage est resté à un niveau proche de ses points bas historiques en mars, mais la demande de main-d'œuvre s'est encore atténuée. Dans le même temps, la résilience des bilans des ménages et leur moindre dépendance énergétique pourraient partiellement en atténuer l'impact. L'investissement des entreprises devrait globalement continuer de soutenir la croissance, avec une augmentation des dépenses publiques en matière de défense et d'infrastructures, et des entreprises qui investissent de plus en plus dans les nouvelles technologies numériques. Cette situation de départ favorable devrait permettre d'amortir dans une certaine mesure les retombées de la guerre.

La croissance du PIB de la zone euro s'est ralentie au premier trimestre 2026.

Selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat, le PIB en volume a légèrement augmenté, de 0,1 %, au premier trimestre (graphique 3), après avoir enregistré une croissance de 0,2 % au quatrième trimestre 2025 ¹. Parmi les principaux pays de la zone euro, le PIB a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel en Espagne, de 0,3 % en Allemagne, de 0,2 % en Italie, et de 0,1 % aux Pays-Bas, tandis qu'il est resté inchangé en France. La dispersion de la croissance du PIB en volume entre les États membres de la zone euro (hors Irlande) a diminué au cours des derniers trimestres et est relativement faible au regard des tendances historiques, ce qui indique une divergence limitée de la dynamique de croissance entre les pays. Les différences de performance en matière de croissance semblent être plus étroitement liées aux tendances démographiques et aux tendances du marché du travail qu'aux différences dans la croissance de la productivité (cf. encadré 3). Bien que la

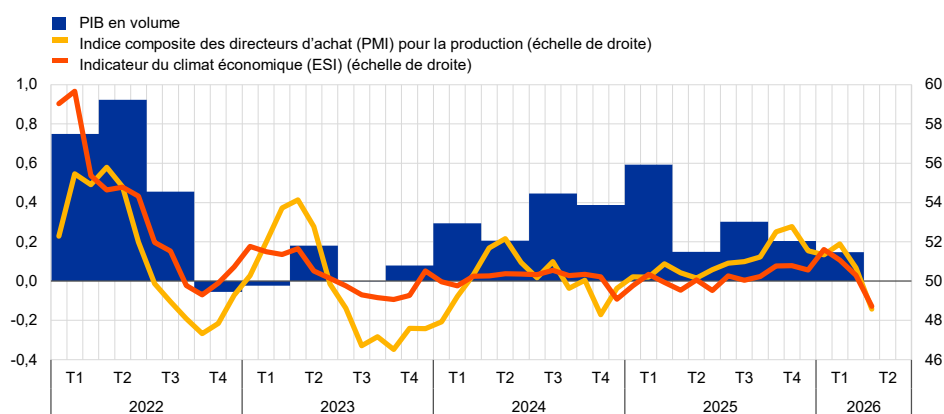
¹ L'estimation rapide préliminaire du PIB trimestriel de la zone euro a été publiée le 30 avril, un jour après la date d'arrêté des données de ce numéro du *Bulletin économique*.

ventilation des dépenses ne soit pas encore disponible, les indicateurs conjoncturels et les données au niveau des pays suggèrent que la contribution de la demande intérieure à la croissance s'est modérée au premier trimestre 2026. Les données relatives à la production font état d'un ralentissement de la dynamique dans les services et d'une atonie dans le secteur manufacturier. Sur janvier et février, la production industrielle (hors construction) a été inférieure, en moyenne, de 1,0 % à celle du quatrième trimestre 2025, et les ventes au détail sont restées stables, tandis que la production de services a légèrement augmenté en janvier par rapport à décembre.

Graphique 3

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne et S&P Global.

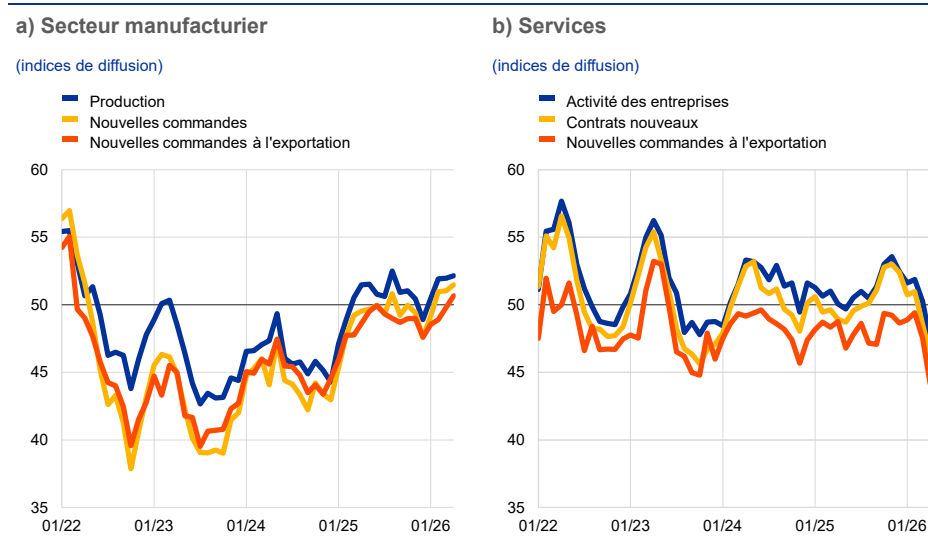
Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. S'agissant de l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production, la ligne horizontale à 50 marque la ligne de référence neutre qui sépare l'expansion et la contraction. 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 PMI pour la production. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026 pour le PIB en volume et à avril 2026 pour l'indice composite PMI pour la production et l'ESI.

La confiance s'est nettement détériorée après le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, et les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'un affaiblissement de la dynamique de croissance au deuxième trimestre 2026 et au-delà. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro a diminué en mars et en avril, revenant sous le seuil de 50. Cette détérioration est entièrement due à l'activité dans le secteur des services, qui a été le seul moteur de la croissance au cours des récents trimestres (graphique 4).

L'activité dans le secteur manufacturier est restée en territoire positif, ce qui pourrait refléter en partie les dépenses en matière de défense et les achats anticipés en prévision de hausses futures des prix du pétrole ou de pénuries d'approvisionnement. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne a également nettement diminué en mars et en avril, avec une baisse particulièrement forte chez les consommateurs, et dans les secteurs des services et du commerce de détail. Dans le même temps, les perturbations des chaînes d'approvisionnement se sont clairement intensifiées. L'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs s'est fortement dégradé en mars et avril, reflétant la très nette détérioration observée en avril 2022. L'indice des directeurs d'achat pour les prix des intrants manufacturiers – un indicateur

complémentaire des goulets d'étranglement au niveau de l'offre – a également fortement augmenté. Les informations issues des contacts avec le secteur des entreprises suggèrent qu'une prolongation du conflit sur mai-juin pourrait entraîner des perturbations plus larges des chaînes d'approvisionnement, en particulier en raison de pénuries potentielles de pétrole et de produits pétroliers essentiels dans les processus de fabrication. Toutefois, les sociétés contactées s'attendent généralement à ce que ces perturbations soient moins graves que celles subies pendant la pandémie (cf. encadré 6).

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



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

Les indicateurs prospectifs se sont également nettement détériorés depuis le déclenchement de la guerre. L'indice composite des directeurs d'achat pour les contrats nouveaux a fortement diminué en mars et en avril, entièrement sous l'effet du secteur des services. L'indice des directeurs d'achat relatif aux anticipations des entreprises à un an a également fortement diminué, s'établissant bien au-dessous de sa moyenne historique en avril, les indicateurs pour les secteurs manufacturier et des services affichant des baisses marquées. Globalement, ces évolutions indiquent un pessimisme croissant, les entreprises s'attendant de plus en plus à ce que le conflit pèse plus visiblement sur l'activité au cours des prochains mois.

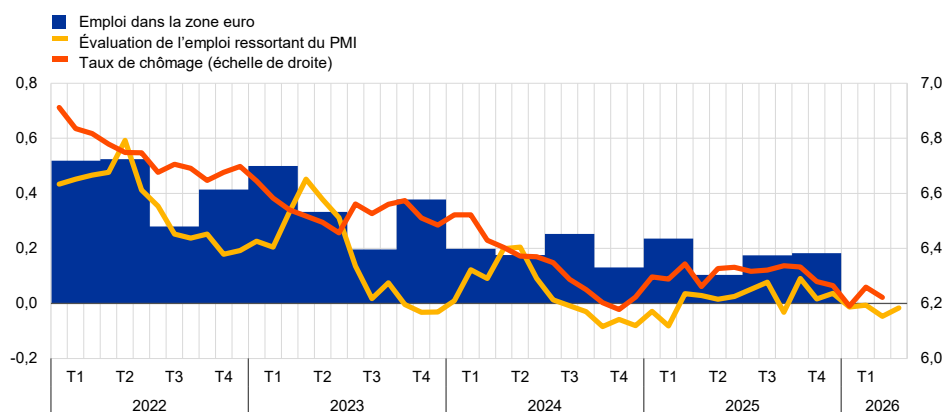
Les conditions sur le marché du travail restent globalement stables, même si la demande de main-d'œuvre se ralentit progressivement. L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté de, respectivement, 0,2 % et 0,6 % au quatrième trimestre 2025 (graphique 5). La modération en cours de la croissance de l'emploi reflète en partie la poursuite du ralentissement de la demande de main-d'œuvre. Le taux de vacance d'emplois s'est stabilisé à 2,2 % au quatrième trimestre, demeurant ainsi, pour le deuxième trimestre consécutif, au-dessous des niveaux pré-pandémiques observés au quatrième trimestre 2019. La tendance des travailleurs âgés à prendre leur retraite plus tardivement que les générations précédentes a soutenu le taux d'emploi de la population de la zone euro ces

dernières années (cf. encadré 5). La population active a continué d'augmenter, de 0,9 % en glissement annuel, au quatrième trimestre 2025, tandis que les derniers chiffres mensuels indiquent une modération de la croissance. Dans le même temps, le taux de chômage s'est établi à 6,2 % en mars, après 6,3 % en février, mais demeure proche des niveaux historiquement bas.

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 : pourcentages de la population active)



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par 10 pour évaluer la croissance de l'emploi en glissement trimestriel. La série relative aux taux de chômage inclut désormais la Bulgarie et cette modification a entraîné un déplacement vers le bas d'environ 0,1 point de pourcentage du niveau agrégé pour la zone euro. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025 pour l'emploi, à avril 2026 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à mars 2026 pour le taux de chômage.

Les indicateurs à court terme du marché du travail suggèrent une croissance atone de l'emploi au premier trimestre 2026. Selon la publication rapide du PMI, l'indice composite mensuel des directeurs d'achat relatif à l'emploi s'est établi à 49,8 en avril, légèrement au-dessus de la valeur de 49,5 enregistrée en mars, ce qui suggère une atonie générale des évolutions de l'emploi. L'indicateur a poursuivi sa baisse au-dessous du seuil indiquant une contraction dans le secteur manufacturier, tandis qu'il a augmenté dans le secteur des services, demeurant juste au-dessus du seuil de 50.

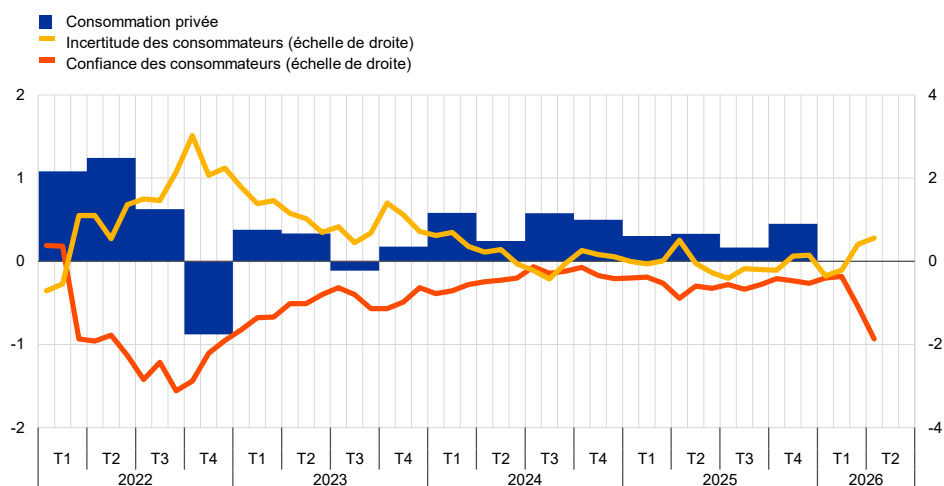
La consommation privée devrait s'être ralentie au premier trimestre 2026, tandis que les perspectives à court terme sont soumises à des facteurs défavorables résultant de la guerre au Moyen-Orient. Après la forte dynamique observée fin 2025, les dépenses des ménages semblent s'être modérées début 2026 – un certain ralentissement ayant peut-être déjà commencé avant le début du conflit. En cohérence avec cette évolution, les volumes du commerce de détail sont restés globalement stables au premier trimestre 2026 (moyenne de janvier-février) par rapport au quatrième trimestre 2025. Les données d'enquêtes indiquent également un ralentissement de la dynamique de la consommation dans un contexte d'incertitude géopolitique accrue. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a diminué en mars, principalement en raison d'une baisse des anticipations relatives à la situation

économique générale marquée par des tensions géopolitiques au Moyen-Orient (graphique 6, partie a), et a continué de diminuer en avril pour atteindre son plus bas niveau depuis fin 2022. Dans le même temps, l'incertitude des consommateurs s'est accrue, suggérant un comportement plus prudent des ménages en matière de dépenses. Toutefois, la détérioration des anticipations des ménages demeure nettement moins prononcée que celle observée à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie (graphique 6, partie b). L'indicateur de l'activité anticipée pondéré par la consommation de la Commission européenne – un indice agrégé fondé sur les anticipations des entreprises pour l'activité au cours des trois prochains mois – a encore diminué en mars, se rapprochant de sa moyenne de long terme. En outre, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs indique que les anticipations relatives aux achats liés aux vacances se sont de nouveau affaiblies en mars. Pour l'avenir, les perspectives de consommation privée sont confrontées à des facteurs défavorables, même si certains facteurs d'atténuation persistent. Le renchérissement de l'énergie pourrait peser sur la croissance du revenu réel et limiter les dépenses des ménages. Dans le même temps, les ménages pourraient puiser dans leur épargne pour amortir l'impact du choc énergétique, tandis que l'incertitude élevée pourrait les inciter à conserver ou à reconstituer des coussins d'épargne de précaution, pesant ainsi sur la consommation privée (cf. encadré 4).

Graphique 6 Consommation et anticipations des ménages

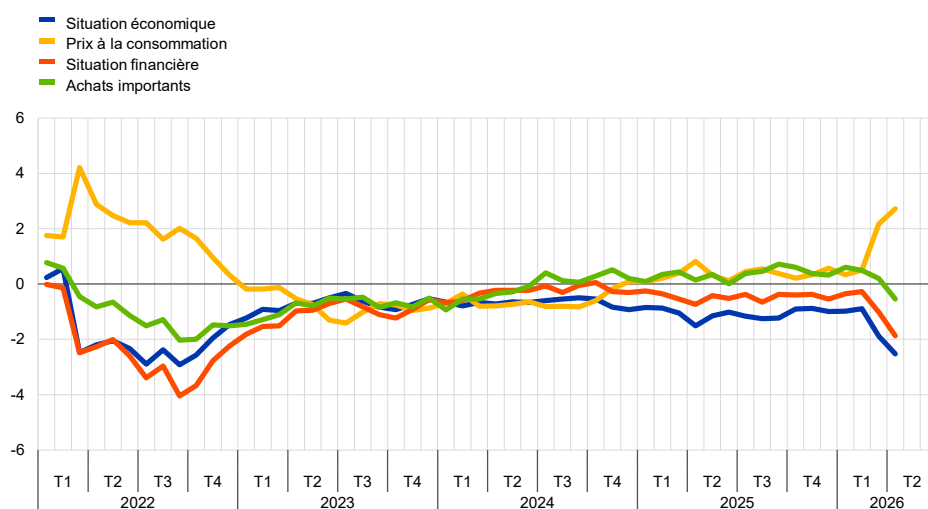
a) Consommation privée réelle, confiance et incertitude des consommateurs

(variations trimestrielles en pourcentage, soldes en pourcentage normalisés)



b) Anticipations des ménages

(soldes en pourcentage normalisés)



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

Notes : L'« incertitude des consommateurs » correspond à l'indice d'incertitude économique pour les consommateurs de la Commission européenne. Toutes les séries de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs 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 quatrième trimestre 2025 pour la consommation privée et à avril 2026 pour toutes les autres variables.

L'investissement des entreprises devrait avoir continué de croître au premier trimestre 2026, mais une guerre prolongée au Moyen-Orient pourrait entraîner des risques à la baisse au second semestre de l'année.

Les moteurs de l'investissement sont demeurés solides avant la guerre au Moyen-Orient, avec une amélioration des bénéfices des entreprises, des bilans sains et une forte demande de technologies numériques. Au premier trimestre 2026, malgré le déclenchement du conflit, l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur des biens d'équipement s'est amélioré jusqu'en mars. La confiance dans les

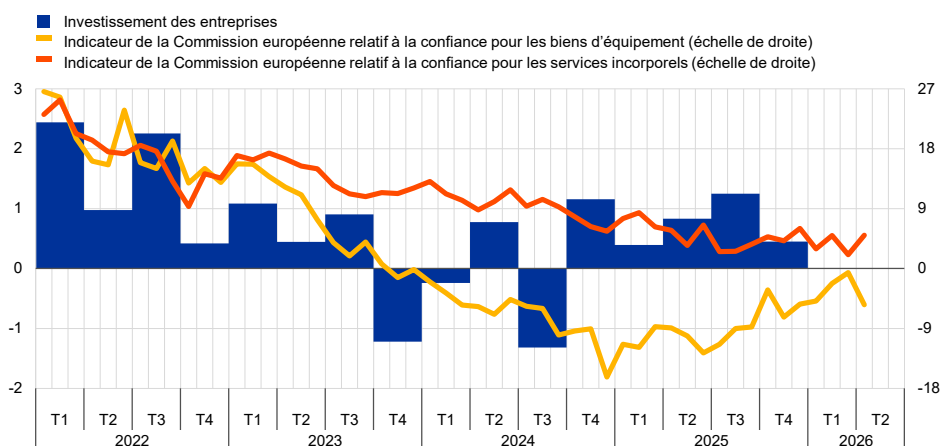
secteurs des services incorporels est restée positive – bien qu’en légère baisse – au cours de la période (graphique 7, partie a). Dans l’ensemble, cela suggère une croissance positive de l’investissement début 2026. La situation a évolué avec le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. L’incertitude et les prix du pétrole ont augmenté et l’indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur des biens d’équipement a diminué en avril. La croissance de l’investissement des entreprises devrait être modérée pour le reste de l’année 2026, avec des risques à la baisse au second semestre de l’année si la guerre au Moyen-Orient persiste et que l’incertitude demeure élevée (cf. encadré 6). Les entreprises industrielles pourraient faire face à des perturbations plus graves des chaînes d’approvisionnement mondiales, la hausse des prix de l’énergie se répercutant sur l’aluminium, l’acier et d’autres composants. L’investissement numérique pourrait être affecté négativement par le biais des chaînes d’approvisionnement critiques, en particulier par les perturbations affectant l’offre de semi-conducteurs et la construction de centres de données. À plus long terme, la demande de numérisation et de dépenses en matière de défense, ainsi que les fonds restants du programme *Next Generation EU*, devraient atténuer l’impact négatif de ces facteurs sur l’investissement des entreprises.

Graphique 7

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes

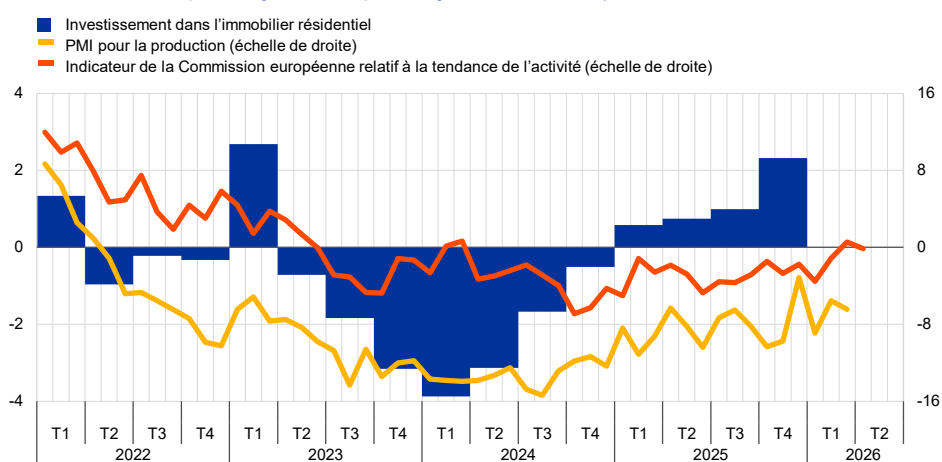
a) Investissement des entreprises

(variations trimestrielles en pourcentage et soldes en pourcentage)



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

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



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

Notes : Les courbes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Dans la partie a), l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. L'indicateur de confiance de la Commission européenne pour les services incorporels se rapporte à une moyenne pondérée des activités de publication (J58), de programmation informatique, de conseil et des activités connexes (J62) et de services d'information (J63). Dans la partie b), le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50. La courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à la moyenne pondérée de l'évaluation de la tendance de l'activité par les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe correspondant au PMI relatif à la production se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025 pour l'investissement, à mars 2026 pour l'indice PMI relatif à la production et à avril 2026 pour les indicateurs de la Commission européenne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel semble avoir continué de se redresser au premier trimestre 2026, soutenu par les travaux de finition. La

tendance globalement positive de l'investissement dans l'immobilier résidentiel (graphique 7, partie b) a continué d'être tirée par les travaux de finition (activités de construction spécialisée), qui incluent également des travaux de rénovation de bâtiments existants. Ces travaux ont continué d'afficher de meilleurs résultats que la construction de nouveaux bâtiments, tant au niveau de la zone euro que dans les principaux pays de la zone euro. Les indicateurs à court terme ont récemment diminué, mais la tendance reste globalement favorable. L'indicateur de la

Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée a diminué en avril, mais est resté proche de son plus haut niveau depuis le premier trimestre 2024, tandis que l'indice PMI relatif à la production de logements a légèrement diminué, mais est resté supérieur à sa valeur de janvier. À plus long terme, la perception par les consommateurs de l'immobilier résidentiel comme étant un bon investissement demeure à des niveaux élevés selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, indiquant une demande sous-jacente robuste. Dans le même temps, les anticipations des ménages relatives aux taux hypothécaires ont augmenté en mars, suggérant des risques à la baisse pour la reprise actuelle de la demande de logements. Ces risques reflètent des perspectives de conditions de financement moins favorables à la suite du choc sur les prix lié à l'énergie et la détérioration de la confiance associée au conflit.

Les exportations de la zone euro continuent de faire face à des facteurs défavorables résultant des droits de douane américains et de la concurrence de la Chine.

Les volumes des exportations de biens ont diminué de 3,4 % en glissement sur trois mois en février 2026, après s'être également contractés en janvier. Les exportations vers les États-Unis et le reste du monde ont diminué, soulignant les défis actuels auxquels sont confrontés les exportateurs de la zone euro. Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent que les nouvelles commandes à l'exportation ont également continué de diminuer en mars. À plus long terme, les défis en matière de compétitivité pour les exportateurs européens devraient s'intensifier dans un contexte de perturbations persistantes sur les marchés de l'énergie et des matières premières, le pétrole et le gaz demeurant au cœur du mix énergétique de la zone euro, qui est donc particulièrement exposé aux chocs mondiaux sur les prix. Dans l'ensemble, les exportateurs de la zone euro sont confrontés à un triple défi : les droits de douane américains, la concurrence de la Chine et la hausse des prix de l'énergie. On observe une montée des inquiétudes quant à de potentielles pénuries de kérosène, qui pourraient entraîner des perturbations du trafic aérien et une augmentation des tarifs des vols, freinant ainsi la demande touristique. Dans le même temps, l'effet négatif sur la demande pourrait être partiellement compensé par une certaine redirection des flux touristiques vers des destinations européennes. Toutefois, même s'il n'existe pas d'effets perceptibles sur les données à haute fréquence portant sur les passagers des vols jusqu'à présent, les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'un affaiblissement de la demande de services touristiques dans un contexte d'incertitude accrue. Les volumes d'importations ont diminué de 1,5 % en glissement sur trois mois en février, principalement en raison d'une baisse significative des importations de produits chimiques (y compris de produits pharmaceutiques) en provenance des États-Unis, tandis que les importations en provenance de Chine ont continué d'augmenter. Dans le même temps, les prix à l'importation ont poursuivi leur tendance baissière, diminuant de 3,5 % en glissement annuel en janvier. Cette baisse continue de refléter l'impact de l'appréciation de l'euro depuis le printemps 2025, ainsi que les pressions à la baisse exercées durablement par la Chine sur les prix.

Dans l'ensemble, les perspectives économiques demeurent très incertaines, en raison de la durée de la guerre et de son impact sur l'énergie, les autres

marchés de matières premières et les chaînes d’approvisionnement

mondiales. Dans le même temps, la solidité des bilans des ménages, conjuguée à l’augmentation des dépenses en matière de défense et d’infrastructures ainsi qu’à la poursuite des investissements dans les technologies numériques, devrait contribuer à en amortir l’impact.

3 Prix et coûts

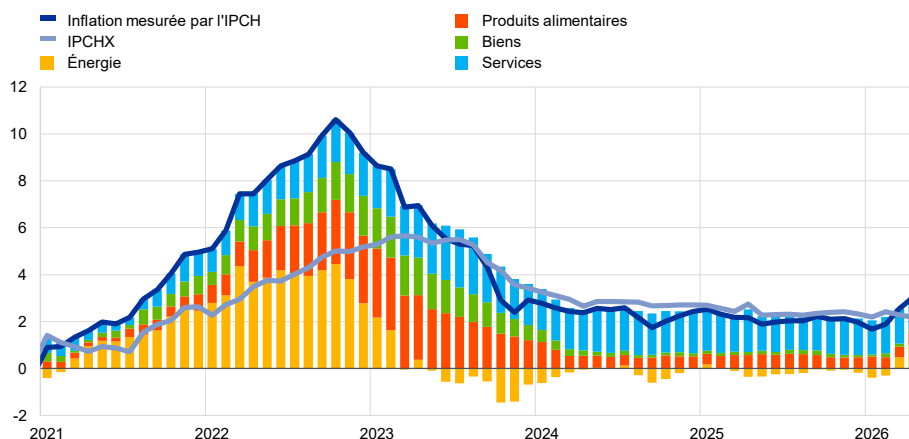
L'inflation totale annuelle dans la zone euro a augmenté pour s'établir à 3,0 % en avril 2026, après 2,6 % en mars, en raison de la flambée des prix de l'énergie causée par la guerre au Moyen-Orient ². Le renchérissement des produits alimentaires s'est également accéléré, tandis que l'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est légèrement ralentie. Les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente sont demeurés globalement stables ces derniers mois. La croissance annuelle de la rémunération par tête a diminué pour s'établir à 3,7 % au quatrième trimestre 2025, après 3,9 % au trimestre précédent. À ce stade, la croissance des salaires négociés et les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, continuent d'indiquer une atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre courant 2026. Les anticipations d'inflation ont nettement augmenté à des horizons à plus court terme. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

L'inflation totale annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est ressortie à 3,0 % en avril 2026, après 2,6 % en mars (graphique 8). Cela reflète une nouvelle accélération de la hausse des prix de l'énergie et une modeste accentuation du renchérissement des produits alimentaires, qui n'ont été que partiellement contrebalancées par une légère baisse de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). Au premier trimestre 2026, l'inflation totale dans la zone euro s'est établie à 2,0 %, soit 0,1 point de pourcentage au-dessous des projections macroéconomiques de mars 2026 pour la zone euro établies par les services de la BCE.

² L'estimation rapide des données relatives à l'inflation pour avril, publiée par Eurostat le 30 avril 2026, a été exceptionnellement incluse, bien que la date d'arrêt des données dans le présent *Bulletin économique* soit le 29 avril.

Graphique 8 Inflation totale et ses principales composantes

(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 avril 2026 (estimation rapide).

L'inflation dans le secteur de l'énergie a nettement augmenté en avril, ressortant à 10,9 %, après 5,1 % en mars 2026. L'évolution résulte principalement d'une forte augmentation des prix de l'énergie en glissement mensuel (3,0 %) et d'un effet de base haussier (environ 2,7 points de pourcentage). Les données disponibles jusqu'en mars montrent une hausse du taux d'inflation annuel pour les principales sous-composantes énergie, en particulier les transports et les combustibles liquides. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie est revenue à 2,2 % en avril, après 2,3 % en mars.

L'inflation dans le secteur des produits alimentaires s'est établie à 2,5 % en avril, après 2,4 % en mars. La hausse résulte de l'inflation dans le secteur des produits alimentaires non transformés qui s'est établie à 4,7 % en avril, après 4,2 % en mars, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires transformés est restée inchangée, à 1,7 %. Au cours des prochains mois, les effets indirects de la récente flambée des coûts de l'énergie pourraient commencer à se répercuter progressivement sur la hausse des prix des produits alimentaires.

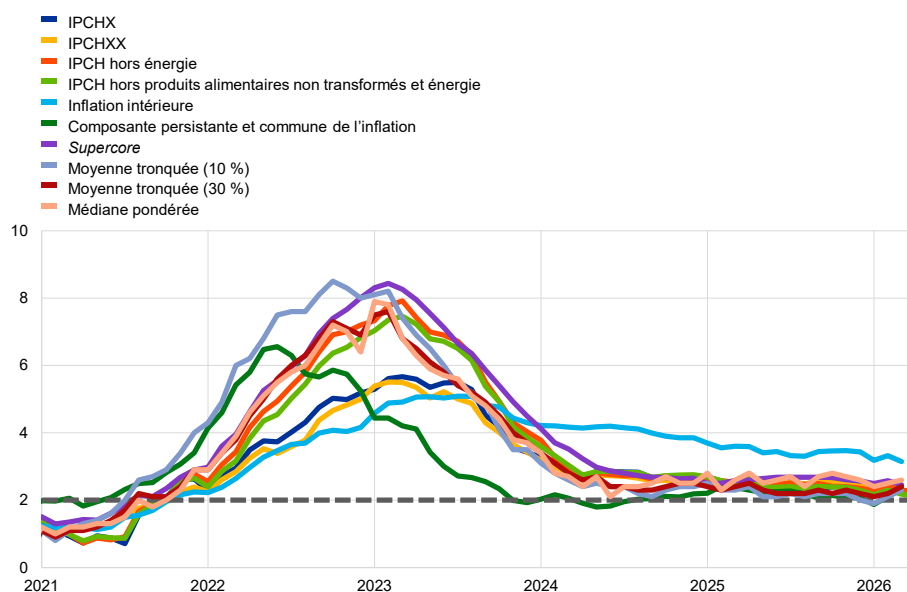
L'inflation mesurée par l'IPCHX est revenue à 2,2 % en avril, après 2,3 % en mars. La baisse reflète un ralentissement du taux de croissance annuel des prix des services (3,0 % en avril après 3,2 % en mars), qui n'a été que partiellement contrebalancé par l'accélération de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques (à 0,8 % en avril, après 0,5 % en mars). Selon les données disponibles jusqu'en mars, le ralentissement de l'inflation dans les services a principalement résulté de la baisse du taux de croissance annuel des services de loisirs, principalement en raison de contributions plus faibles de l'hébergement et, dans une moindre mesure, des services de restauration. Le rythme modéré de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques en mars reflète principalement la faiblesse persistante des tensions sur les prix des biens semi-durables et durables.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont fourni des signaux contrastés en mars par rapport au mois précédent (graphique 9).

Ces indicateurs étaient compris entre 2,2 % et 2,6 % en mars. Parmi les mesures reposant sur des exclusions, la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, postes liés aux voyages, habillement et chaussure est restée inchangée, tandis que les moyennes tronquées ont augmenté de 0,2 point de pourcentage. Les autres indicateurs ont diminué de 0,1 point de pourcentage. S'agissant des indicateurs fondés sur des modèles, la composante persistante et commune de l'inflation est passée de 2,1 % en février à 2,3 % en mars. En revanche, l'indicateur *Supercore*, qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, a légèrement diminué, pour s'établir à 2,5 %, après 2,6 %³. L'inflation intérieure, qui recouvre les composantes à faible contenu en importations, a également diminué en mars, revenant à 3,1 % après 3,3 % en février. Les données déjà disponibles pour avril montrent que la plupart des mesures reposant sur des exclusions ont diminué de 0,1 point de pourcentage par rapport à mars. Dans l'ensemble, les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'indiquer une stabilisation globale des tensions sous-jacentes sur les prix.

Graphique 9 Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCHXX : IPCHX hors composantes liées au voyage, à l'habillement et à la chaussure. 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 avril 2026 (estimation rapide) pour l'IPCHX, l'IPCH hors énergie et l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, et à mars 2026 pour les autres mesures.

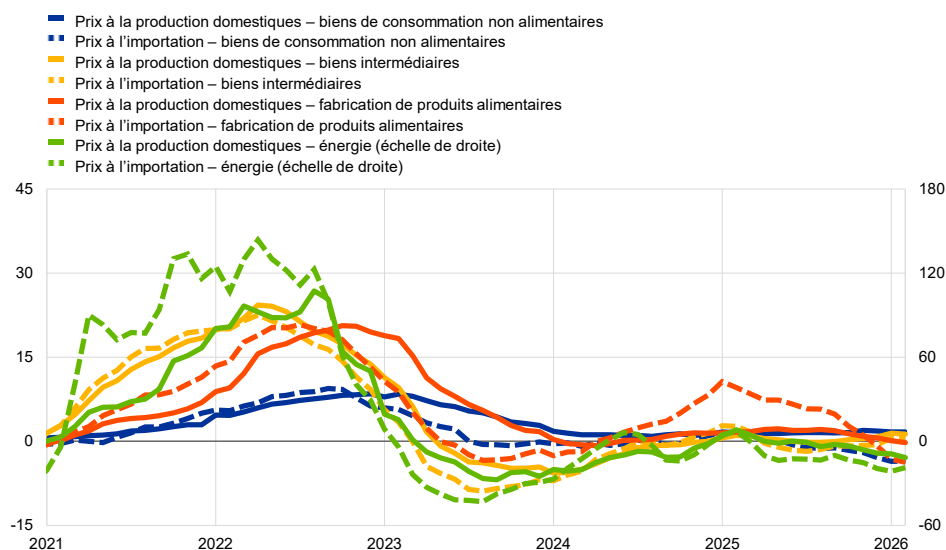
Avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, les indicateurs relatifs aux tensions en amont signalaient des tensions inflationnistes modérées sur

³ L'indicateur *Supercore* a été révisé dans une plus large mesure. Si une partie de la variation de l'indicateur peut être attribuée au passage à la version 2 de l'ECOICOP, l'impact le plus important résulte d'un ajustement de la méthode d'estimation elle-même, qui a été mis en œuvre parallèlement au changement de classification. Pour plus d'informations, cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*.

les prix des biens et des produits alimentaires (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, les tensions sur les prix des biens intermédiaires sont restées modérées. La hausse des prix à la production domestiques s'est un peu ralentie en février (1,3 %), tandis que celle des prix à l'importation s'est légèrement accélérée (0,6 %). En aval de la chaîne des prix, les tensions sur les biens de consommation non alimentaires sont restées globalement inchangées en février, la variation des prix à la production domestiques étant stable, à 1,6 %, et celle des prix à l'importation restant négative, à -3,5 %. Dans le même temps, la variation des prix à la production des produits alimentaires manufacturés est devenue négative en février (-0,2 %) pour la première fois depuis mai 2024. La variation des prix à l'importation des produits alimentaires manufacturés a poursuivi sa baisse persistante, revenant à -3,7 % en février. Dans l'ensemble, ces dynamiques reflètent l'appréciation passée de l'euro et une potentielle augmentation des exportations de la Chine vers le marché de la zone euro. Les données étant antérieures au début de la guerre au Moyen-Orient, les évolutions ultérieures des prix à la production et des prix à l'importation font l'objet d'un suivi attentif.

Graphique 10
Indicateurs des tensions sur la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

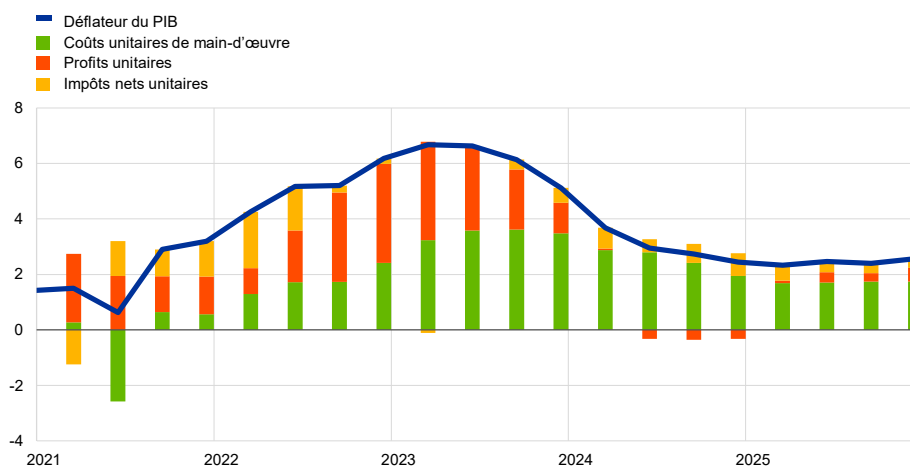
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2026.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, ont augmenté pour s'établir à 2,6 % au quatrième trimestre 2025, après s'être inscrites en baisse continue jusqu'au début de cette même année (graphique 11). La hausse reflète une contribution plus élevée des profits unitaires, tandis que les contributions des coûts unitaires de main-d'œuvre et des impôts unitaires sont restées inchangées. En termes de taux de croissance, les coûts unitaires de main-d'œuvre sont demeurés à 3,1 % au quatrième trimestre 2025, reflétant une baisse du taux de croissance annuel de la rémunération par tête (à 3,7 % après 3,9 %), qui a été partiellement contrebalancée par une baisse de la croissance de la productivité du travail (à 0,5 % après 0,8 %).

La modération du taux de croissance de la rémunération par tête résulte d'une diminution de la contribution de la composante glissement des salaires, qui est ressortie à 0,4 point de pourcentage, après 1,9 point de pourcentage au trimestre précédent. Cette baisse a partiellement compensé une accélération de la croissance des salaires négociés, à 3,0 % après 1,9 %. Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui a été actualisé avec les données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à mi-avril 2026, indique que les tensions sur les salaires négociés se stabiliseront à 2,6 % en 2026, après 3,0 % en 2025 ⁴. La modération est également confirmée par les derniers indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la croissance des salaires, tels que l'enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises, dans laquelle les participants s'attendaient à un ralentissement de la croissance des salaires, de 3,5 % en 2025 à 2,9 % en 2026 et 2,8 % en 2027 ⁵.

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 quatrième trimestre 2025.

Les anticipations d'inflation à court terme des prévisionnistes professionnels, des analystes monétaires et des consommateurs ont augmenté en mars 2026.

La médiane des anticipations d'inflation à long terme tirées de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires pour avril 2026 et de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2026 est demeurée inchangée, à 2 % (graphique 12, partie a). En revanche, les anticipations d'inflation à court terme ont été révisées à la hausse, l'enquête auprès des analystes monétaires et l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels anticipant, respectivement, un taux de 2,8 % et 2,7 % en 2026, puis une diminution en 2027, à 2,2 % selon l'enquête auprès des analystes monétaires et 2,1 % selon l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels. S'agissant des perceptions et des anticipations d'inflation à court terme des consommateurs, le taux médian de l'inflation perçue au

⁴ Pour plus de détails, cf. « Publication de nouvelles données : l'outil de suivi des salaires de la BCE indique des tensions stables sur les salaires négociés en 2026 », communiqué de presse, BCE, 6 mai 2026.

⁵ Pour plus d'informations, cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

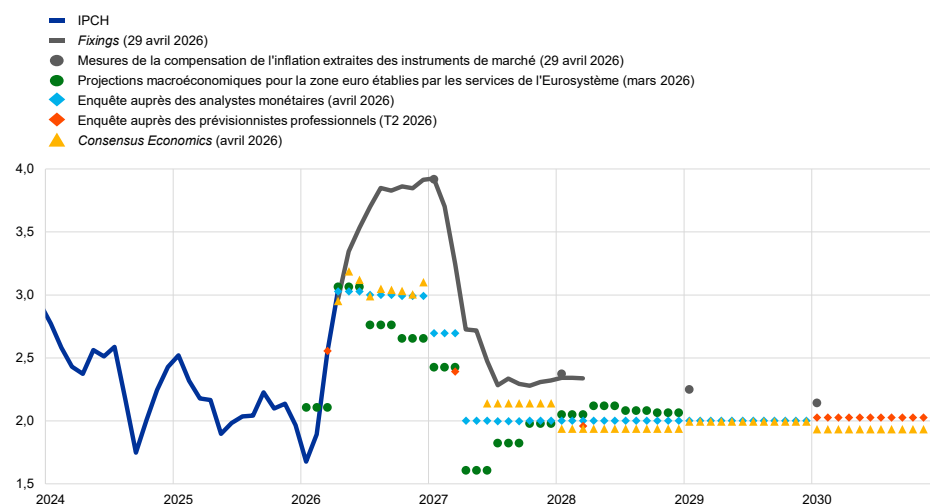
cours des 12 mois précédents a augmenté pour s'établir à 3,5 % dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs de mars 2026 (graphique 12, partie b), après 3,0 % en février. Les anticipations médianes d'inflation au cours des 12 prochains mois et à trois ans se sont inscrites en forte hausse, à 4,0 % et 3,0 %, respectivement, après 2,5 % en février pour les deux enquêtes. Les anticipations médianes d'inflation à cinq ans ont légèrement augmenté, ressortant à 2,4 % après 2,3 %.

Graphique 12

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

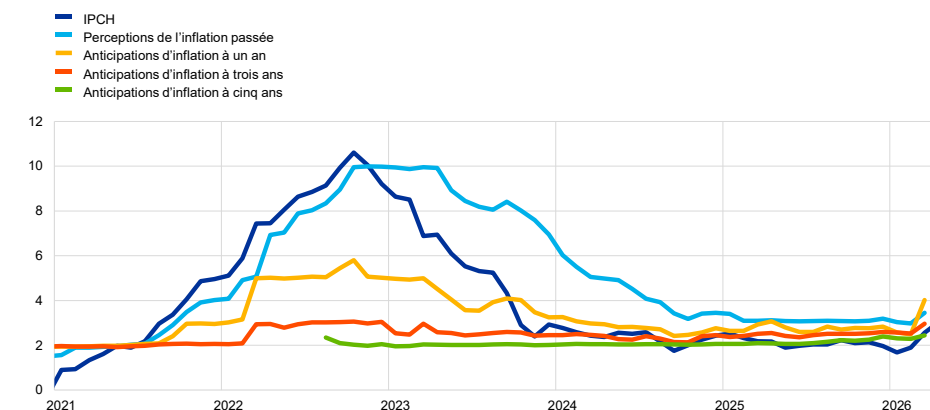
a) Inflation totale, mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, projections d'inflation et indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (enquête SMA, enquête EPP, enquête CES), Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2026 et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie a), la série relative aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fonde sur le taux des swaps indexés sur l'inflation au comptant à un an, sur les taux anticipés à un an dans un an, à un an dans deux ans, à un an dans trois ans et à un an dans quatre ans. Pour les séries sur les mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et pour les fixings, les dernières observations se rapportent au 29 avril 2026. Les fixings d'inflation correspondent à des contrats de swaps liés à des publications mensuelles spécifiques de la variation annuelle de l'IPCH hors tabac dans la zone euro. Pour le deuxième trimestre 2026, l'enquête EPP a été réalisée entre le 31 mars et le 8 avril 2026. Pour avril 2026, l'enquête SMA a été réalisée entre le 13 et le 15 avril. La date d'arrêt pour les prévisions de Consensus Economics est le 16 avril 2026. Les projections macroéconomiques de mars 2026 pour la zone euro établies par les services de la BCE ont été finalisées le 13 mars 2026 et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 11 mars 2026. Dans la partie b), les lignes pour l'enquête sur les anticipations des consommateurs représentent les taux médians. Les dernières observations se rapportent à avril 2026 (estimation rapide) pour l'IPCH et à mars 2026 pour les autres mesures.

Au cours de la période sous revue allant du 19 mars au 29 avril, les mesures à court terme de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont augmenté, tandis que les anticipations à plus long terme sont restées bien ancrées (graphique 12, partie a). La guerre au Moyen-Orient a déclenché d'importantes fluctuations des prix de l'énergie, entraînant une volatilité dans l'évaluation des perspectives d'inflation. Les fixings d'inflation, qui sont des

contrats de *swaps* liés à l'IPCH hors tabac de la zone euro, ont augmenté sur l'ensemble des horizons et impliquent actuellement que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation reste élevée au cours de l'année à venir avant de revenir à des niveaux proches de la cible du Conseil des gouverneurs d'ici mi-2027. Au-delà du court terme, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a augmenté de 26 points de base et s'est établi à 2,4 % environ à la fin de la période sous revue. Les anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché, telles que reflétées dans le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, sont restées fermement ancrées autour de 2,0 % une fois corrigées des primes de risque sur l'inflation, soutenant ainsi la stabilisation de l'inflation autour de la cible du Conseil des gouverneurs à moyen terme.

4 Évolutions sur les marchés financiers

Les marchés financiers de la zone euro ont été marqués par une volatilité prononcée au cours de la période sous revue allant du 19 mars au 29 avril 2026. L'incertitude entourant la guerre au Moyen-Orient a d'abord entraîné une réévaluation de l'aversion au risque, suivie d'une reprise généralisée après l'annonce d'un cessez-le-feu puis d'un regain de volatilité sur les derniers jours de la période sous revue. Les phases au cours desquelles le conflit s'est intensifié ont été marquées par une hausse des prix de l'énergie et des taux d'intérêt, une détérioration généralisée du sentiment des investisseurs et des ventes massives d'actifs risqués, tandis que ce schéma s'est inversé au cours des périodes de désescalade. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme des taux sans risque suggérait que les marchés intégraient 83 points de base de hausses cumulées des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année. Les taux sans risque à long terme ont augmenté au cours de la période sous revue, tandis que les écarts de rendement des obligations souveraines sont restés globalement inchangés. Malgré des facteurs défavorables liés à l'incertitude géopolitique et à la hausse des taux d'intérêt, les actifs risqués ont dans l'ensemble affiché des performances solides. Les actions de la zone euro ont terminé la période sous revue en hausse et les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées (investment-grade) ont renoué avec leur niveau d'avant la guerre. Sur les marchés des changes, l'euro s'est renforcé vis-à-vis du dollar américain (+ 1,9 %) et est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux (+ 0,6 %).

Les taux sans risque de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue pour les échéances à court comme à long terme, la courbe à terme demeurant nettement supérieure aux niveaux observés avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 1,93 % à la fin de la période sous revue, à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs, lors de sa réunion du 19 mars 2026, de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. L'excédent de liquidité a diminué d'environ 101 milliards d'euros, revenant à 2 263 milliards, ce qui reflète principalement la baisse continue des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire. Les inquiétudes relatives à un conflit prolongé s'étant atténuées après l'annonce du cessez-le-feu le 8 avril, les taux à court terme ont fortement diminué. Toutefois, les mouvements au cours de la dernière partie de la période sous revue ont inversé cette baisse, déplaçant la courbe à terme de l'€STR vers le haut par rapport au début de la période sous revue et encore au-dessus des niveaux d'avant la guerre. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme de l'€STR suggérait que les marchés intégraient des hausses cumulées de taux d'intérêt de 83 points de base d'ici la fin de l'année, contre 71 points de base au début de la période sous revue, le 19 mars. Sur les horizons au-delà de 2026, la courbe à terme s'est également nettement déplacée vers le haut. Globalement, le taux nominal des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans a augmenté de 15 points de base, s'établissant à 2,9 % environ à la fin de la période sous revue.

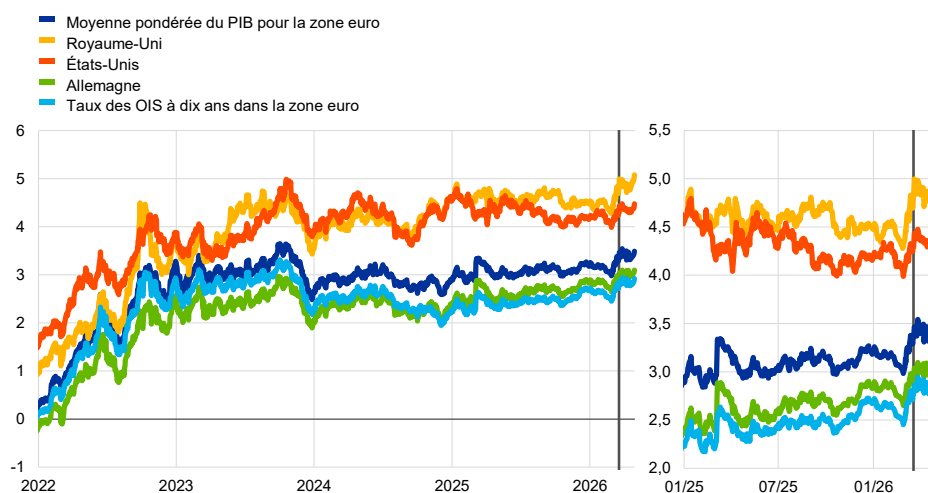
Les rendements à long terme des obligations souveraines de la zone euro ont augmenté globalement en ligne avec les taux sans risque au cours de la

période sous revue, tandis que les écarts de rendement sont restés largement inchangés (graphique 13). Les obligations souveraines de la zone euro ont fait l'objet d'une réévaluation marquée au début de la guerre au Moyen-Orient, avec une forte hausse des rendements dans un contexte d'inquiétudes concernant l'inflation liées au renchérissement de l'énergie. Cette dynamique haussière s'est prolongée sur la période sous revue, mais s'est partiellement dissipée par la suite après l'annonce du cessez-le-feu le 8 avril. La légère hausse observée au cours des derniers jours de la période sous revue est globalement en ligne avec la réévaluation des taux sans risque. Dans l'ensemble, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a augmenté de 13 points de base, pour s'établir à 3,5 % environ à la fin de la période sous revue, l'écart par rapport au taux OIS à la même échéance se resserrant légèrement. Aux États-Unis, le rendement des titres du Trésor à dix ans a augmenté de 18 points de base pour s'établir à environ 4,5 % à la fin de la période sous revue, tandis qu'au Royaume-Uni, le rendement des obligations souveraines à dix ans a augmenté de 23 points de base pour s'établir à 5,1 %.

Graphique 13

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

(pourcentage par année)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (19 mars 2026). Les dernières observations se rapportent au 29 avril 2026.

Si les marchés d'actions de la zone euro se sont redressés au cours de la période sous revue, les prix des actions sont restés inférieurs à leur niveau d'avant le déclenchement de la guerre. L'annonce du cessez-le-feu au Moyen-Orient a soutenu les actions de la zone euro et a dans un premier temps permis d'effacer totalement les pertes résultant du déclenchement de la guerre, mais cela n'a pas perduré jusqu'à la fin de la période sous revue. L'indice boursier large de la zone euro a augmenté de 4,3 %, les actions du secteur financier progressant de 7,5 % et le sous-indice relatif aux sociétés non financières (SNF) de 2,6 %. Aux États-Unis, l'indice S&P 500 a enregistré une hausse de 7,7 % au cours de la période sous revue, les indices relatifs aux SNF et au secteur financier augmentant

de 8,1 % et de 5,6 %, respectivement. Ce redressement des marchés d'actions des deux côtés de l'Atlantique suggère que les valorisations des actions au niveau mondial ont été soutenues par des facteurs communs, en particulier les premiers signes d'amélioration du sentiment à l'égard du risque malgré l'incertitude géopolitique persistante, parallèlement à un rebond des actions dans le secteur de l'intelligence artificielle. Dans le même temps, la sous-performance relative des actions de la zone euro reflète le niveau plus important d'exposition au conflit au Moyen-Orient, en particulier pour les SNF.

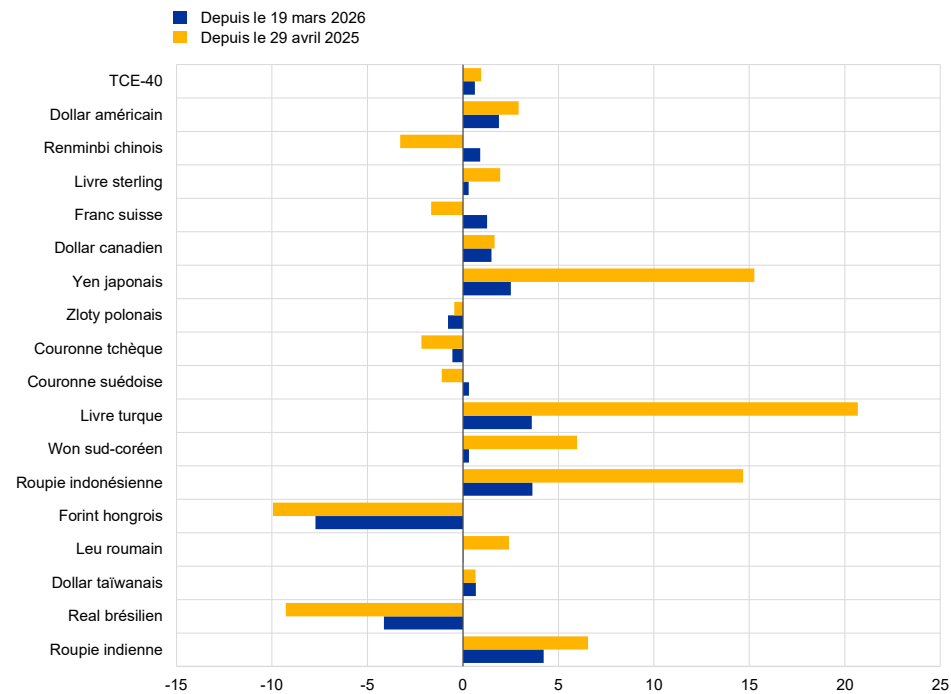
Les marchés des obligations d'entreprises de la zone euro ont également reflété l'amélioration fragile du sentiment à l'égard du risque, les écarts de rendement se resserrant au cours de la période sous revue. L'annonce du cessez-le-feu au Moyen-Orient le 8 avril a réduit l'incertitude géopolitique et inversé l'élargissement des écarts de rendement des obligations d'entreprises qui avait suivi le déclenchement de la guerre. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées se sont resserrés de 9 points de base au cours de la période sous revue, revenant à leur niveau d'avant la guerre. En revanche, les écarts de rendement sur le compartiment à haut rendement (*high-yield*) ont diminué de 28 points de base, mais sont restés supérieurs d'environ 6 points de base à leur niveau d'avant le conflit.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain et a été globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 14). Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 40 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a légèrement augmenté, de 0,6 % au cours de la période sous revue. Cette relative stabilité reflète des mouvements qui se compensent globalement vis-à-vis de plusieurs de ces monnaies. En particulier, l'euro s'est apprécié par rapport au dollar (+ 1,9 %) à la suite des négociations de cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran, approchant son niveau d'avant la guerre de 1,18 dollar pour un euro. Il s'est également apprécié vis-à-vis du renminbi chinois (+ 0,9 %), qui est étroitement lié au dollar américain, et par rapport au franc suisse (+ 1,3 %), au yen japonais (+ 2,5 %) et à la livre turque (+ 3,6 %), tout en restant globalement stable par rapport à la livre sterling (+ 0,3 %). En revanche, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du forint hongrois (– 7,7 %), après les élections législatives hongroises, et par rapport au real brésilien (– 4,1 %).

Graphique 14

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-40 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies de 40 des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 29 avril 2026.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

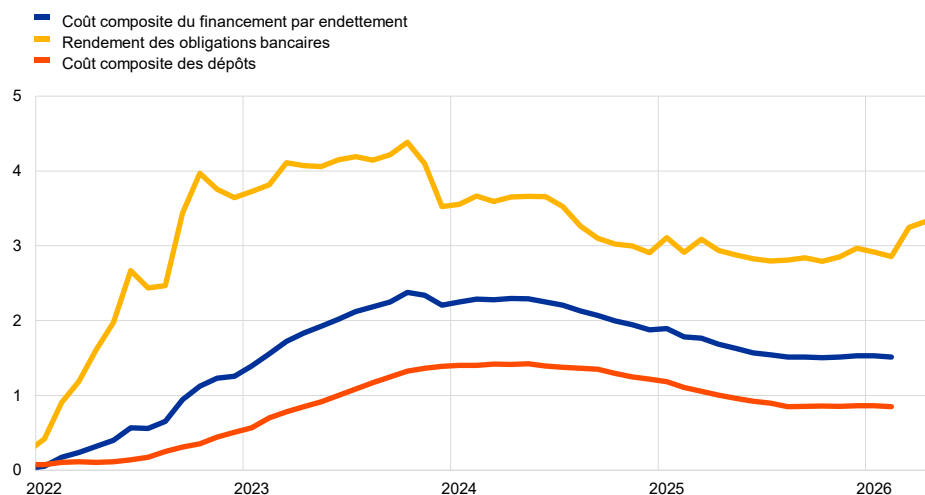
Les conditions de financement pour les entreprises et les ménages sont demeurées globalement stables jusqu'en février 2026, mais se sont durcies depuis le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. En février, les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises ont légèrement diminué, à 3,5 %, tandis que le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires s'est maintenu à 3,4 %. Au cours de la période sous revue allant du 19 mars au 29 avril 2026, le coût de l'endettement de marché pour les sociétés non financières est resté pratiquement inchangé en dépit de taux sans risque plus élevés, tandis que le coût du financement par fonds propres a augmenté, tout comme le rendement des obligations bancaires. La croissance des prêts aux entreprises s'est accentuée en mars, tandis que la croissance des prêts aux ménages est restée stable. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est inscrit en légère hausse pour s'établir à 3,2 %. Selon l'enquête d'avril 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont encore durci leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises au premier trimestre 2026, et la demande de nouveaux prêts aux entreprises a légèrement diminué. Les critères d'octroi des prêts au logement se sont légèrement durcis et ceux des crédits à la consommation se sont encore durcis. La demande de prêts au logement est restée inchangée, tandis que la demande de crédits à la consommation s'est fortement contractée. Dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) pour le premier trimestre 2026, les entreprises ont fait état d'une hausse des taux d'intérêt bancaires et d'un durcissement continu des autres conditions d'octroi de prêts.

Les coûts de financement des banques sont demeurés globalement stables jusqu'en février 2026, mais les rendements des obligations bancaires ont nettement augmenté en mars. En février, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro s'est établi à 1,5 %, niveau inchangé depuis juillet 2025 (graphique 15). Les rendements des obligations bancaires étaient stables, oscillant autour de 3 % depuis début 2025. Néanmoins, ils ont fortement augmenté à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient le 28 février, reflétant principalement des taux d'intérêt sans risque plus élevés à moyen et à long terme (cf. section 4, « Évolutions sur les marchés financiers »). Le taux de dépôt composite est également resté inchangé à 0,9 % en février. Les taux d'intérêt sur les dépôts à vue et les dépôts remboursables avec un préavis ont peu évolué, de même que les taux interbancaires, tandis que les taux sur les comptes d'épargne ont légèrement baissé.

Graphique 15

Coûts composites de financement des banques dans la zone euro

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût composite du financement par endettement correspond à une moyenne des coûts, pour les banques, 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. Le coût composite des dépôts est calculé comme la moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent à février 2026 pour le coût composite du financement par endettement et le coût composite des dépôts, et au 29 avril 2026 pour les rendements des obligations bancaires.

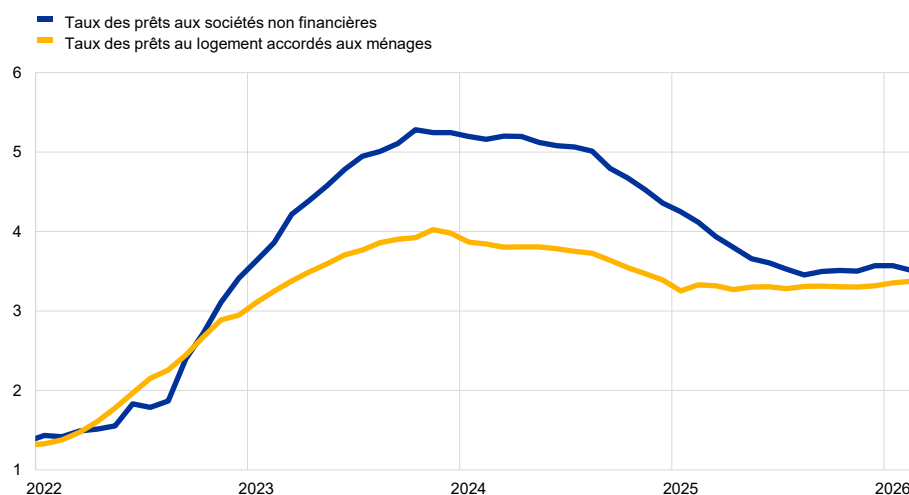
Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises ont légèrement baissé en février, tandis que ceux des prêts consentis aux ménages sont restés stables (graphique 16).

Le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières est revenu à 3,5 % en février, après 3,6 % en janvier, soit environ 1,8 point de pourcentage de moins que son pic d'octobre 2023. Cette évolution s'explique par une baisse des taux appliqués aux prêts à court terme (jusqu'à un an), tandis que les taux des prêts à moyen et à plus long terme (plus d'un an) ont augmenté. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et de montant élevé consentis aux entreprises a légèrement augmenté en février, principalement en raison de la baisse des taux appliqués aux prêts de montant élevé, tandis que les taux appliqués aux prêts de faible montant ont augmenté. Le coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages est resté inchangé à 3,4 % en février, s'établissant environ 70 points de base au-dessous de son pic de novembre 2023. Sur l'ensemble des périodes de fixation des taux, le tableau est contrasté : les taux ont augmenté pour les prêts hypothécaires assortis de périodes de fixation à plus long terme (sur cinq ans), sont restés inchangés pour ceux assortis de périodes de fixation à moyen terme (entre un et cinq ans) et ont diminué pour les prêts à plus court terme (moins d'un an).

Graphique 16

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

(pourcentages annuels)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

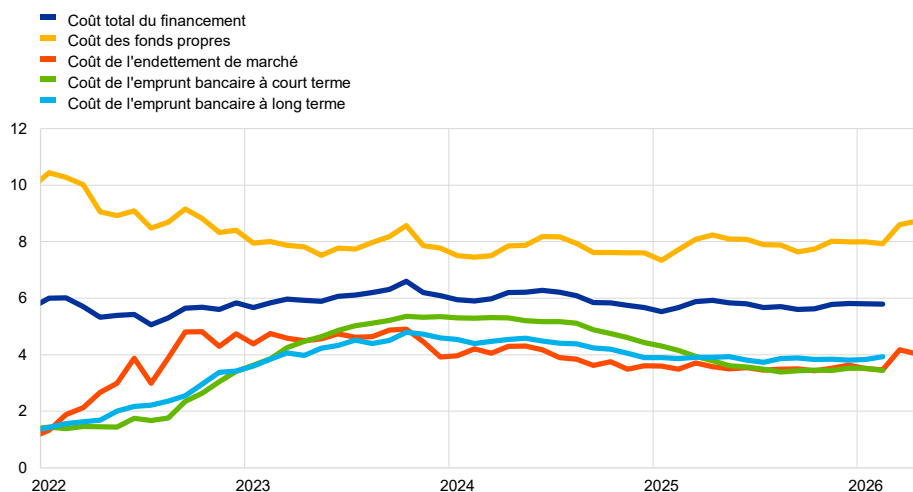
Au cours de la période sous revue allant du 19 mars au 29 avril 2026, le coût de l'endettement de marché des entreprises est resté inchangé, tandis que le coût du financement par fonds propres a augmenté. Le coût total du financement pour les sociétés non financières – c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – est resté inchangé en février pour le quatrième mois de suite, à 5,8 % (graphique 17) ⁶. Une hausse de 10 points de base du coût à long terme de l'emprunt auprès des banques a été compensée par de légères baisses de toutes les autres composantes du coût total de financement. Les données quotidiennes pour la période sous revue montrent une hausse du coût du financement par fonds propres et pratiquement aucune variation du coût de l'endettement de marché. La hausse du coût des fonds propres reflète presque exclusivement une prime de risque sur actions plus élevée, tandis que la stabilité du coût de l'endettement de marché est due à la compression des écarts de rendement des obligations d'entreprises – en particulier dans le secteur à haut rendement (*high-yield*) – qui a compensé la légère hausse des taux sans risque à long terme.

⁶ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des sociétés non financières ne sont disponibles que jusqu'à février 2026.

Graphique 17

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

(pourcentages annuels)



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

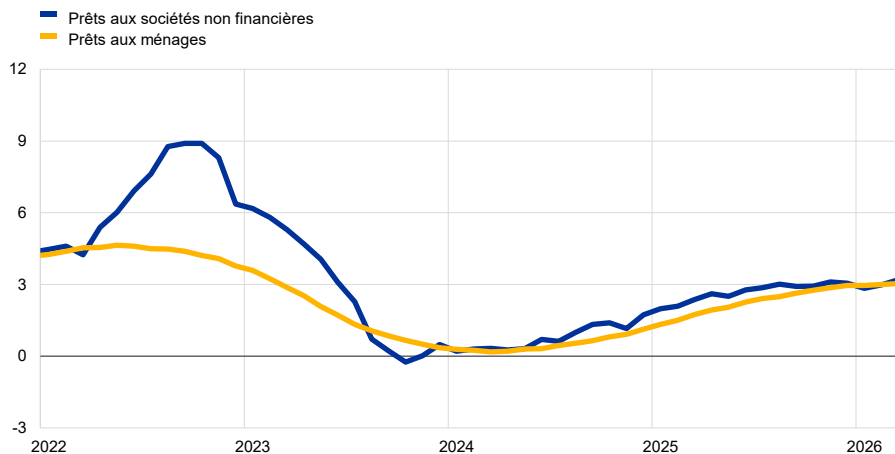
Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne des coûts à court et à long terme de l'emprunt auprès des banques (données moyennes mensuelles), et des coûts de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), pondérés par leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 29 avril 2026 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à février 2026 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques à court et à long terme (données mensuelles).

La croissance des prêts aux entreprises s'est accentuée en mars, tandis que celle des prêts aux ménages est restée stable (graphique 18).

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux sociétés non financières a augmenté pour s'établir à 3,2 % en mars, après 3,0 % en février, restant à un niveau largement inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % depuis le début de la série chronologique en 1999. Les émissions de titres de créance par les entreprises sont revenues à 3,9 %, après 4,5 % en février, les coûts d'émission ayant initialement fortement augmenté après le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. Cela a permis de maintenir le taux de croissance annuel du financement par endettement des entreprises à un niveau globalement stable en mars, à 3,4 %. La croissance des prêts à plus long terme s'est ralentie, reflétant une baisse de la demande de prêts à des fins d'investissement. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté stable, à 3,0 % en mars, un niveau bien inférieur à sa moyenne historique de 4,1 %. La croissance des prêts aux ménages a été soutenue principalement par la croissance des crédits à la consommation et, dans une moindre mesure, par celle des prêts hypothécaires, tandis que les autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, sont restées faibles. Selon l'[enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#) pour mars 2026, la guerre au Moyen-Orient a pesé sur les anticipations des ménages concernant l'accès au crédit, qui ont atteint en mars leur niveau le plus tendu depuis le pic du dernier cycle de relèvement des taux directeurs en décembre 2023.

Graphique 18 Prêts des IFM dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

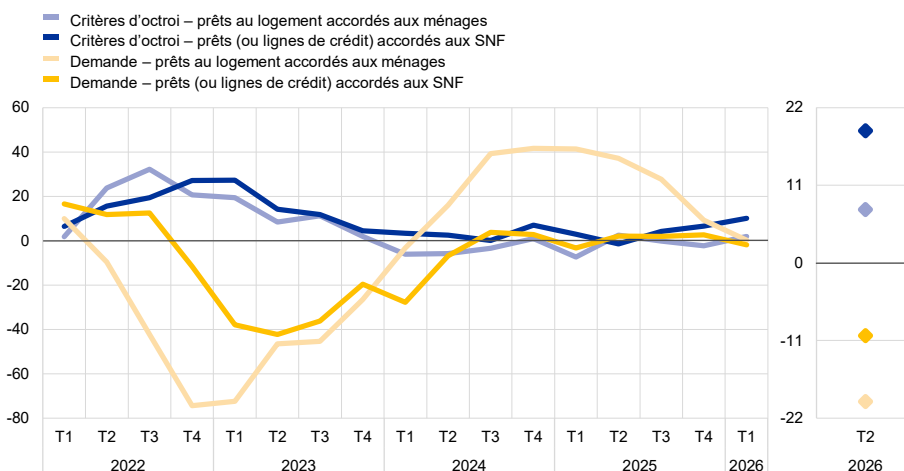
Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*cash-pooling*) notionnelle. Les dernières observations se rapportent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

Selon l'enquête d'avril 2026 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont déclaré un nouveau durcissement des critères d'octroi de prêts aux entreprises au premier trimestre 2026 et un léger durcissement des critères d'octroi des prêts au logement (graphique 19). Le durcissement des critères d'octroi des prêts ou des lignes de crédit aux entreprises de la zone euro a été plus important qu'anticipé précédemment par les banques. Il s'est établi au-dessus de la moyenne historique et a représenté le durcissement le plus prononcé depuis le troisième trimestre 2023, prolongeant une tendance continue de durcissement cumulé amorcée mi-2025. La perception de risques plus élevés pour les perspectives économiques et la moindre tolérance au risque de la part des banques ont été les principaux facteurs contributifs. Certaines banques ont fait état d'un durcissement supplémentaire en raison des expositions aux entreprises à forte intensité énergétique et au Moyen-Orient. Les critères d'octroi des prêts au logement se sont légèrement durcis et ceux des crédits à la consommation se sont encore durcis au premier trimestre 2026. S'agissant des prêts au logement, la perception des risques a entraîné un effet de durcissement sur les critères d'octroi de crédit, tandis que la concurrence a exercé un léger effet d'assouplissement. Pour les crédits à la consommation, la moindre tolérance au risque des banques et leur perception plus élevée des risques ont été les principaux déterminants du durcissement. Pour le deuxième trimestre 2026, les banques de la zone euro s'attendent à un durcissement marqué des critères d'octroi de prêts aux entreprises, tandis que les critères d'octroi devraient de nouveau se durcir pour les prêts au logement et les crédits à la consommation.

Graphique 19

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

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



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

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

Les banques ont indiqué que la demande de prêts aux entreprises a légèrement diminué au premier trimestre 2026, tandis que la demande de prêts au logement est restée inchangée et que la demande de crédits à la consommation a fortement diminué.

La baisse de la demande de prêts aux entreprises a été inattendue, car lors de la précédente campagne d'enquête, les banques avaient anticipé une hausse modérée comparable aux hausses observées au cours des trois trimestres consécutifs précédents. La forte baisse de la demande de prêts a principalement résulté d'une baisse de la demande d'investissement fixe et a été partiellement compensée par une demande plus élevée de stocks et de fonds de roulement, en particulier parmi les petites et moyennes entreprises (PME). Si la demande de prêts au logement est restée inchangée, la demande de crédits à la consommation a nettement diminué. Lors de la précédente campagne d'enquête, les banques s'attendaient à une demande plus forte dans les deux catégories. La détérioration de la confiance des consommateurs et les évolutions des taux d'intérêt ont pesé sur la demande de prêts au logement. La baisse des dépenses en biens durables et de la confiance des consommateurs, ainsi que le niveau général des taux d'intérêt, ont contribué à affaiblir la demande de crédit à la consommation. Pour le deuxième trimestre 2026, les banques s'attendent à une diminution nette plus prononcée de la demande de prêts aux entreprises et à de nouvelles baisses de la demande de prêts au logement et de crédits à la consommation.

D'après les réponses des banques aux questions *ad hoc* de l'enquête, leur accès au financement a continué à se détériorer, tandis que les risques pour la qualité du crédit ont également eu un effet de durcissement sur les critères d'octroi. Au premier trimestre 2026, la facilité avec laquelle les banques ont pu

accéder aux titres de créance, aux marchés monétaires et aux titrisations s'est détériorée, tandis qu'elle est restée globalement inchangée pour le financement de détail. Au cours des trois prochains mois, les banques s'attendent à ce que l'accès aux titres de créance, au financement sur les marchés monétaires et à la titrisation continue de se détériorer, l'accès au financement de détail s'alignant sur cette tendance. Les banques ont déclaré que les ratios de prêts non performants et les autres indicateurs de qualité de crédit avaient eu un effet de durcissement net sur leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises et de crédits à la consommation au premier trimestre 2026, tandis que les critères d'octroi de prêts au logement n'ont globalement pas été affectés. Les banques ont indiqué que la perception plus élevée du risque, la moindre tolérance au risque, les pressions résultant des exigences prudentielles ou réglementaires et les coûts liés aux opérations d'assainissement du bilan ont contribué au durcissement net. Pour le deuxième trimestre 2026, les banques de la zone euro s'attendent à un nouveau durcissement de l'impact de la qualité du crédit sur leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et, de façon plus marquée, pour les crédits à la consommation. En réponse à une nouvelle question sur les activités de titrisation des banques et leur impact sur l'activité de prêt, près de la moitié des banques de la zone euro ont déclaré utiliser soit des titrisations classiques, soit des titrisations synthétiques. Les banques de la zone euro ont identifié la libération de fonds propres pour l'émission de nouveaux prêts comme leur principale motivation pour la titrisation des prêts, suivie par l'amélioration de leur position de liquidité, la gestion des risques de crédit, l'amélioration de l'accès au financement et le respect des exigences réglementaires ou prudentielles.

Dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), réalisée entre le 19 février et le 1 avril 2026, les entreprises ont fait état d'un durcissement des conditions d'octroi des prêts bancaires dans un contexte de hausses des taux d'intérêt des banques. Au premier trimestre 2026, un pourcentage net de 26 % des entreprises a fait état d'une hausse des taux d'intérêt des banques, après un pourcentage net de 12 % au trimestre précédent. Les PME et les grandes entreprises ont fait état de perceptions similaires concernant 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.

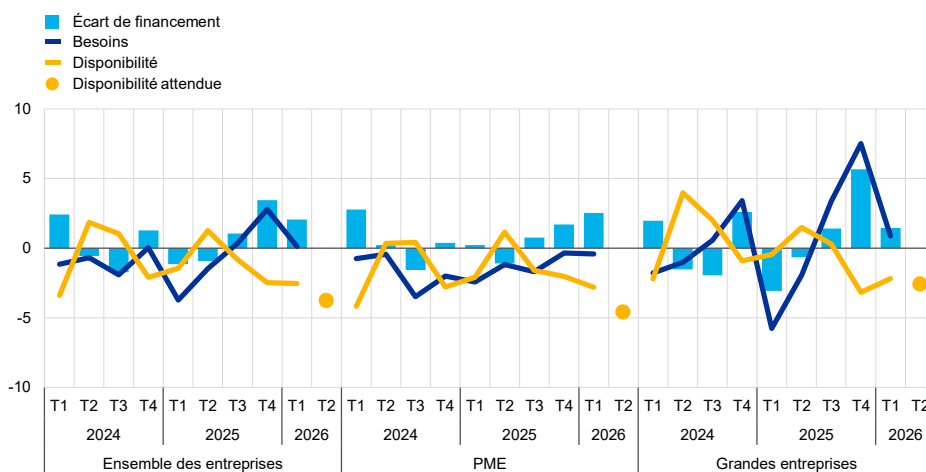
Les entreprises ont fait état de besoins de prêts bancaires inchangés, mais d'une légère diminution de leur disponibilité (graphique 20). Au premier trimestre 2026, les entreprises ont indiqué des besoins de prêts bancaires inchangés, tandis qu'un pourcentage net de 3 % des entreprises ont fait état d'une baisse de la disponibilité des prêts bancaires (après 2 % au trimestre précédent), des résultats similaires étant observés pour les PME comme pour les grandes entreprises. L'indicateur relatif à l'écart de financement des prêts bancaires – un indice rendant compte de la différence entre les variations des besoins perçus et la disponibilité – est resté positif pour un pourcentage net de 2 % des entreprises, même si ce chiffre est légèrement inférieur à celui du trimestre précédent (3 % net), signalant donc toujours des besoins qui dépassent la disponibilité. À plus long terme, les entreprises s'attendent à ce que la disponibilité du financement externe diminue

légèrement au cours des trois prochains mois, ce qui souligne des perspectives moins favorables que lors de la précédente campagne d'enquête. Les entreprises interrogées avant et après le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient ont fait état d'anticipations similaires concernant la disponibilité des prêts bancaires au cours des trois prochains mois. Toutefois, les anticipations relatives à la disponibilité des prêts bancaires au cours des six prochains mois ont été nettement plus faibles parmi les entreprises interrogées après le déclenchement de la guerre que parmi les entreprises interrogées avant.

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 38 de l'enquête SAFE (janvier-mars 2024 à janvier-mars 2026).

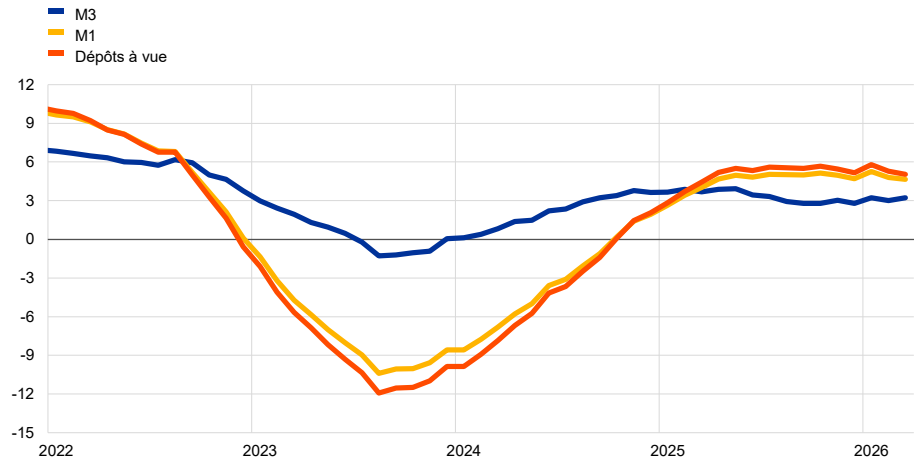
Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a légèrement augmenté en mars, dans un contexte d'entrées robustes de capitaux en provenance de l'étranger dans la zone euro (graphique 21).

La croissance annuelle de M3 est ressortie à 3,2 % en mars, après 3,0 % en février, mais est demeurée nettement inférieure à sa moyenne historique de 5,2 % depuis le début de la série chronologique en 1999. L'accélération de la croissance de la masse monétaire a été soutenue par les entrées en instruments négociables et par une préférence plus marquée pour les actifs liquides, en particulier parmi les intermédiaires financiers non bancaires. Cependant, sous l'effet des fortes baisses des dépôts des ménages, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit (M1) – qui comprend les instruments les plus liquides, à savoir les billets et pièces en circulation et les dépôts à vue – est revenu de 4,8 % en février à 4,6 % en mars. Du point de vue des contreparties, les robustes entrées nettes de capitaux étrangers dans la zone euro et les achats par les banques d'obligations d'État (à court terme) ont été les principaux contributeurs à l'augmentation de la création monétaire. En

revanche, la réduction du bilan de l'Eurosysteme a continué de peser sur la croissance de M3, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans le portefeuille du programme d'achats d'actifs et dans celui du programme d'achats d'urgence face à la pandémie n'étant plus réinvestis.

Graphique 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 mars 2026.

Encadrés

1 Évaluer l'intégration transfrontière des marchés d'actions dans la zone euro : éléments tirés d'un modèle de gravité

Pablo Anaya Longaric, Lisa Bellinghausen, Laura Parisi, Lucia Quaglietti et Fons van Overbeek

Malgré des progrès en matière d'intégration, les marchés financiers de la zone euro restent fragmentés. L'union européenne pour l'épargne et l'investissement vise à supprimer les barrières aux flux de capitaux transfrontières, à libérer l'investissement, à réduire le coût du capital et à renforcer la capacité de résistance. Cependant, l'ampleur des frictions restantes est difficile à quantifier. Le présent encadré remédie à cette lacune en appliquant un modèle de gravité structurelle aux détentions bilatérales d'actions de la zone euro, fournissant ainsi des estimations des variations des frictions financières sur les marchés d'actions au cours de la dernière décennie.

Les indicateurs descriptifs signalent une fragmentation persistante des marchés d'actions de la zone euro. Par exemple, les indicateurs de prix suggèrent que l'intégration des marchés reste inférieure à son pic de 2018, lui-même inférieur aux points hauts historiques atteints dix ans auparavant (Banque centrale européenne (BCE), 2026) (graphique A, partie a) ¹. Cette situation s'observe parallèlement à une hausse des valorisations boursières, ce qui suggère que le renforcement des performances de marché ne s'est pas traduit par un accroissement de l'intégration financière. Dans le même temps, les indicateurs quantitatifs font état d'une modeste hausse de l'investissement transfrontière intra-zone euro, bien qu'il ait moins augmenté que les détentions d'actions des États-Unis par les investisseurs de la zone euro (graphique A, partie b).

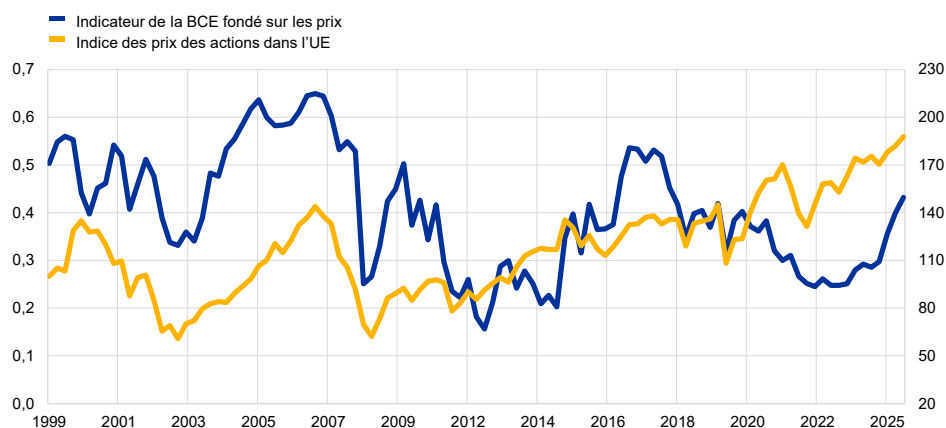
¹ Les indicateurs de prix capturent la convergence des prix, de la rentabilité ou des rendements des actifs, corrigée du risque et de la liquidité. Les indicateurs quantitatifs se concentrent sur l'ampleur de l'activité financière transfrontière, en s'appuyant sur les données relatives aux détentions, aux flux de portefeuille ou aux expositions. Cf. également BCE (2026).

Graphique A

Mesures de l'intégration des marchés d'actions de la zone euro

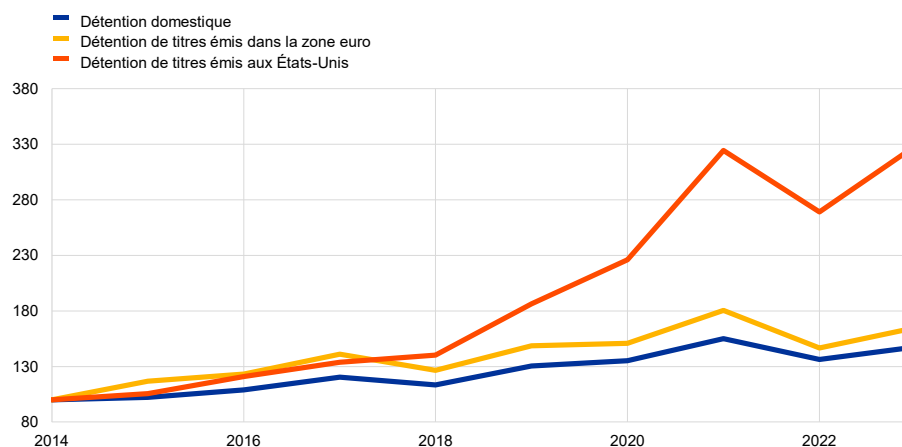
a) Indicateur de la BCE fondé sur les prix relatif à l'intégration des marchés d'actions

(échelle de gauche : indicateur fondé sur les prix ; échelle de droite : indice 1999 = 100)



b) Variations récentes de la quantité d'actions détenues par émetteur

(indice : 2014 = 100)



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

Notes : Partie a) : la ligne bleue représente le sous-indice boursier de l'indicateur composite de la BCE fondé sur les prix relatif à l'intégration financière (0 = aucune intégration ; 1 = pleine intégration), établi à partir de la dispersion des prix. La ligne orange montre les variations de l'indice des prix des actions de l'UE par rapport à 1999. Partie b) : les détentions domestiques se rapportent aux positions pour lesquelles le détenteur et l'émetteur se trouvent dans le même pays de la zone euro. Les détentions de titres émis dans la zone euro désignent les titres émis dans un pays de la zone euro autre que le pays du détenteur, et les détentions de titres émis aux États-Unis sont des titres détenus par des investisseurs de la zone euro et émis aux États-Unis. Les instruments considérés sont les actions cotées et les parts de fonds d'investissement. Ils sont classés par nationalité d'émetteur, avec mise en transparence des détentions des fonds d'investissement.

Les modèles de gravité peuvent compléter les indicateurs descriptifs, qui fournissent d'utiles instantanés de l'intégration financière, mais ne rendent pas pleinement compte des facteurs structurels déterminant les flux d'actions transfrontières. Les modèles de gravité offrent un cadre structurel de modélisation qui contrôle par des facteurs spécifiques à chaque pays et des frictions bilatérales invariables dans le temps. Le principal avantage de ces modèles est qu'ils permettent d'isoler les frictions structurelles sur la base des fondamentaux, même s'ils sont susceptibles de fournir moins d'informations sur l'efficacité du marché ou la valorisation des risques que les indicateurs fondés sur les prix. Les modèles de gravité expliquent que les interactions économiques bilatérales augmentent avec la

taille de l'économie et diminuent avec la distance géographique et d'autres facteurs. Si ces modèles ont été initialement développés pour le commerce international, la même intuition peut s'appliquer aux marchés financiers : l'investissement transfrontière est plus élevé entre les pays économiquement importants et les pays dans lesquels les barrières informationnelles, institutionnelles ou géographiques sont plus faibles ². De fait, les éléments empiriques montrent que la proximité géographique, les liens commerciaux et les cadres réglementaires partagés favorisent les flux financiers transfrontières, tandis que les frictions persistantes alimentent le biais domestique ³.

Les modèles de gravité permettent une quantification structurelle des barrières agrégées à l'investissement transfrontière en actions. Ils permettent d'évaluer comment l'intégration intra-zone euro a évolué par rapport aux liens extra-zone euro et dans quelle mesure les frictions continuent de peser sur les portefeuilles transfrontières ⁴. L'analyse utilise les retraitements des positions d'investissement de portefeuille des pays de la zone euro, telles qu'incluses dans l'ensemble de données de Beck *et al.* (2026) ⁵. Les frictions estimées sont exprimées en tant qu'« équivalents fiscaux », c'est-à-dire le taux d'imposition produisant le même effet que les frictions observées, ce qui permet des comparaisons entre les pays et dans le temps, ainsi qu'entre les pays de la zone euro et les États-Unis ⁶. L'ensemble de données débutant en 2014, les variations du degré d'intégration sont exprimées par rapport à cette année-là.

Les frictions au sein de la zone euro se sont moins atténuées que celles entre la zone euro et les États-Unis. Le graphique B montre que les frictions intra-zone euro ont globalement diminué depuis 2014, à hauteur d'un équivalent fiscal d'environ 12 points de pourcentage. Les frictions affectant les détentions d'actions entre la zone euro et les États-Unis ont diminué plus fortement, d'environ 25 points de pourcentage. Cette différence suggère un rythme plus rapide d'intégration des marchés d'actions de la zone euro avec les États-Unis au cours de cette période. Interprétées à travers le prisme de l'équivalent fiscal, les estimations indiquent que les frictions rencontrées par les investisseurs de la zone euro lorsqu'ils détiennent des actions des États-Unis ont diminué beaucoup plus rapidement que celles

² La distance géographique peut entraîner des asymétries d'information, des coûts de suivi et de transaction plus élevés et une méconnaissance des marchés étrangers, autant de facteurs susceptibles de décourager les investissements transfrontières.

³ Cf. Portes et Rey (2005), Lane et Milesi-Ferretti (2008) et Okawa et van Wincoop (2012).

⁴ Nous estimons un modèle de gravité des détentions d'actions bilatérales, en évaluant le rôle des facteurs standard (distance, langue commune, origine juridique) et en contrôlant par les caractéristiques des pays, les valorisations boursières relatives et les flux commerciaux. Nous incluons des variables muettes pour comparer l'intégration dans le temps au sein de la zone euro et entre la zone euro et les États-Unis. L'échantillon couvre la période 2014-2023 et rend compte de l'évolution des frictions sur les marchés d'actions transfrontières par rapport aux détentions domestiques. L'estimation utilise l'estimateur du pseudo-maximum de vraisemblance avec loi de Poisson, conformément aux dernières recherches sur la gravité. Cf. Larch, Shikher et Yotov (2025).

⁵ Cet ensemble de données contient des retraitements estimés des données de l'enquête coordonnée du FMI sur les investissements de portefeuille pour les pays de la zone euro, sur la base des statistiques de la BCE relatives aux détentions de titres. Il fait abstraction des avoirs en fonds d'investissement des investisseurs de la zone euro et attribue chaque titre au pays de la maison-mère ultime de son émetteur. Les données sont également corrigées des détentions de titres des non-résidents de la zone euro par le biais de fonds d'investissement de la zone euro. Ces données proviennent de www.globalcapitalallocation.com.

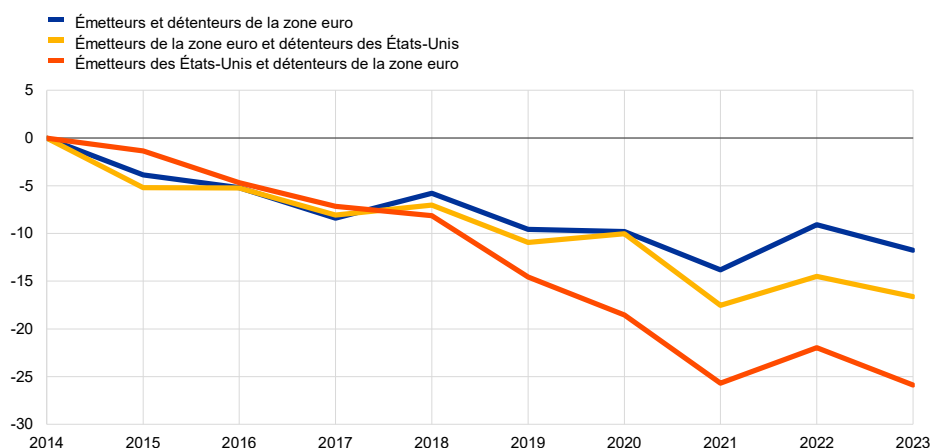
⁶ Cf. Head et Mayer (2021).

rencontrées pour les détentions transfrontières au sein de la zone euro. Même si les estimations ne nous permettent pas d'évaluer l'ampleur de l'intégration avant 2014, la Commission européenne et les auteurs de la littérature constatent systématiquement que les marchés de capitaux de l'UE restent fragmentés, avec des progrès seulement limités en matière d'intégration ⁷.

Graphique B

Variations estimées des frictions affectant l'intégration des marchés d'actions de la zone euro

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

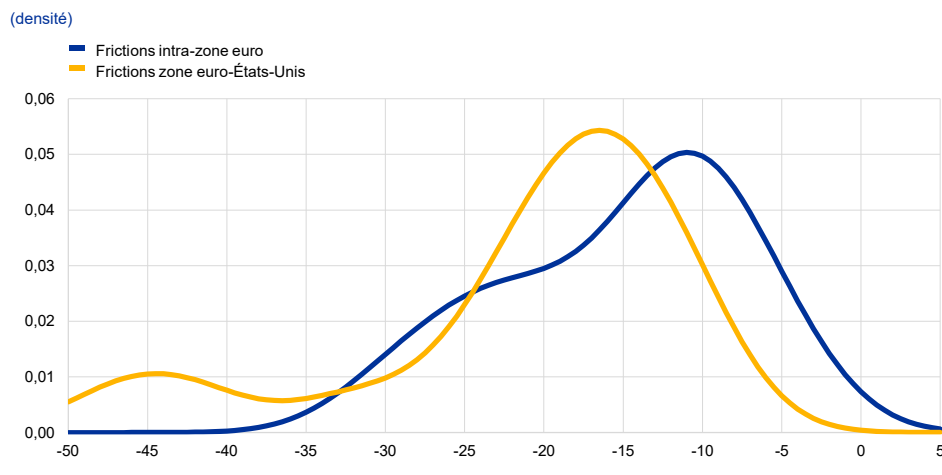
Notes : Le graphique est fondé sur une estimation de la gravité et montre l'évolution au fil du temps des frictions entre émetteurs et détenteurs pour trois groupes : les émetteurs et détenteurs de différents pays de la zone euro, les émetteurs de la zone euro et les détenteurs des États-Unis, les émetteurs des États-Unis et les détenteurs de la zone euro. Les coefficients de régression sont convertis en équivalents fiscaux à l'aide d'une élasticité de $-3,86$, conformément à Head et Mayer *et al.* (2021). Chaque point est obtenu par différenciation par rapport aux détentions d'actions domestiques en 2014. Les estimations sont significatives au niveau de 95 %.

Les résultats par pays confirment que l'intégration des marchés d'actions a progressé plus fortement entre la zone euro et les États-Unis qu'au sein de la zone euro. La distribution des variations des frictions entre les pays de la zone euro pour la période 2014-2023 montre que les barrières affectant les détentions d'actions entre la zone euro et les États-Unis ont diminué plus nettement en moyenne que les barrières intra-zone euro. De plus, les réductions présentent une dispersion plus forte pour l'intégration entre la zone euro et les États-Unis, une queue gauche plus épaisse indiquant qu'un sous-ensemble de pays est parvenu à une intégration hors zone euro nettement plus forte (graphique C). Le contraste entre les deux distributions souligne la sous-performance relative de l'intégration intra-zone euro.

⁷ Cf. Commission européenne (2025), Draghi (2024) et Arampatzi *et al.* (2025).

Graphique C

Distribution des variations des frictions sur les marchés d'actions des différents pays de la zone euro



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les estimations de la densité par noyau des variations des frictions sur les marchés d'actions des différents pays de la zone euro, exprimées en équivalents fiscaux. Chaque courbe représente la distribution des variations au niveau des pays sur la période 2014-2023, des valeurs plus négatives indiquant des réductions plus importantes des frictions. L'axe horizontal représente l'ampleur des variations et l'axe vertical la densité estimée (l'aire sous chaque courbe est égale à un). Un déplacement vers la gauche indique des réductions globales plus importantes (intégration plus forte), tandis qu'une dispersion plus large ou des queues plus épaisses reflètent une plus grande variation entre les pays.

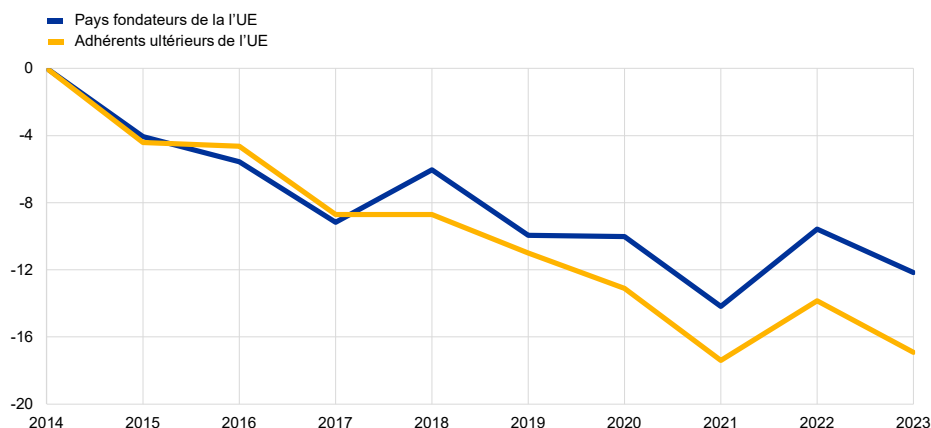
Les pays qui ont rejoint l'UE plus tardivement ont enregistré des réductions plus importantes des frictions intra-zone euro ces dernières années. Une

décomposition par groupe de pays montre que les pays entrés plus tard dans l'UE ont obtenu des réductions des frictions plus importantes, quoique plus volatiles, tandis que les six États membres fondateurs de l'UE ont enregistré une baisse plus modérée (graphique D). La baisse plus prononcée chez les adhérents plus tardifs, en particulier au cours de la période post-pandémie de COVID-19, peut refléter à la fois une dynamique de rattrapage et des changements structurels. Ces économies présentaient peut-être initialement des frictions plus importantes, avec une plus grande marge de convergence, tandis que les six États membres fondateurs avaient peut-être déjà atteint un niveau d'intégration plus élevé avant 2014. De plus, l'environnement post-pandémie – marqué par une numérisation accrue des services financiers et par des mesures de soutien au niveau de l'UE – a peut-être contribué à réduire les barrières à l'information et aux transactions.

Graphique D

Variations estimées des frictions affectant l'intégration des marchés d'actions intra-zone euro pour une sélection de groupes de pays de la zone euro

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique est fondé sur une estimation de la gravité et montre l'évolution des frictions pour différents groupes de pays de la zone euro, à savoir les six membres fondateurs de l'UE et les pays qui ont rejoint l'UE à une date ultérieure. Les coefficients de régression sont convertis en équivalents fiscaux à l'aide d'une élasticité de $-3,86$, conformément à Head et Mayer *et al.* (2021). Chaque point est obtenu par différenciation par rapport aux détentions d'actions domestiques de 2014.

Globalement, ces résultats montrent que peu de progrès ont été réalisés dans l'intégration des marchés d'actions européens. Atteindre les objectifs de l'union pour l'épargne et l'investissement nécessitera des efforts supplémentaires en vue de réduire la fragmentation, notamment une plus grande harmonisation prudentielle et réglementaire et une plus forte intégration des infrastructures de marché et de post-marché afin d'améliorer la liquidité, de soutenir les investissements transfrontières et de renforcer la capacité de l'Europe à financer des investissements stratégiques.

Bibliographie

Arampatzi (A.), Christie (R.), Evrard (J.), Parisi (L.), Rouveyrol (C.), van Overbeek (F.) (2025), « *Capital markets union: a deep dive – five measures to foster a single market for capital* », *Occasional Paper Series*, n° 369, BCE, révisé en mai 2025.

Beck (R.), Coppola (A.), Lewis (A.), Maggiori (M.), Schmitz (M.) et Schreger (J.), « *The Geography of Capital Allocation in the Euro Area* », document de travail.

Draghi (M.) (2024), *L'avenir de la compétitivité européenne*, septembre.

Banque centrale européenne (BCE) (2026), *Financial integration and structure in the euro area – statistical annex*, avril.

Commission européenne (2025), « *Union de l'épargne et des investissements Une stratégie destinée à – favoriser la richesse des citoyens et la compétitivité économique dans l'UE* », *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions*, COM(2025) 124 final, Brussels, 19 mars.

Head (K.) et Mayer (T.) (2021), « *The United States of Europe: A Gravity Model Evaluation of the Four Freedoms* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 35, n° 2, printemps, p. 23-48.

Lane (P.R.) et Milesi-Ferretti (G.M.) (2008), « *International Investment Patterns* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 90, n° 3, août, p. 538-549.

Larch (M.), Shikher (S.) et Yotov (Y.V.) (2025), « *Estimating Gravity Equations: Theory Implications, Econometric Developments, and Practical Recommendations* », *Working Papers, 2025001, Centre for Global Policy Analysis, LeBow College of Business, Drexel University*.

Okawa (Y.) et van Wincoop (E.) (2012), « *Gravity in International Finance* », *Journal of International Economics*, vol. 87, n° 2, juillet, p. 205-215.

Portes (R.) et Rey (H.) (2005), « *The determinants of cross-border equity flows* », *Journal of International Economics*, vol. 65, n° 2, mars, p. 269-296.

Alessandra Amicucci, Nicolò Gnocato, Vanessa Gunnella, Clara Lindemann, Alfonso Merendino et Carlos Montes-Galdón

L'essor industriel de la Chine est une force extérieure clé qui influe sur les échanges commerciaux, la production et les prix de la zone euro en réduisant les coûts et en accentuant les pressions concurrentielles pour les producteurs de la zone euro. La récente expansion des exportations en provenance de Chine reflète des gains de productivité et des avancées technologiques qui renforcent le rôle de la Chine dans le secteur manufacturier à plus forte valeur ajoutée, même si d'autres facteurs, tels qu'une baisse de la demande d'importations chinoise, sont également à l'œuvre ¹. Pour les producteurs de la zone euro, la pénétration des importations par les concurrents chinois peut exercer des effets expansionnistes via la baisse des coûts des intrants et des prix, mais peut également déplacer la production via une concurrence plus forte.

La présence croissante des entreprises chinoises pose des défis importants en matière de compétitivité pour la zone euro, qui sont de plus en plus visibles dans ses performances économiques, tant au niveau domestique qu'à l'étranger. Les producteurs de la zone euro perdent des parts de marché lorsqu'ils sont confrontés à la concurrence de la Chine, en particulier depuis 2020. La pénétration des importations chinoises a considérablement augmenté sur le marché européen – en particulier dans les industries de moyenne et haute technologie – exerçant une pression sur les producteurs européens.

Les défis actuels diffèrent légèrement de ceux rencontrés lors du premier « choc chinois » au début des années 2000 ². Par rapport au début des années 2000, les importations de la zone euro en provenance de Chine ont récemment enregistré une croissance plus forte dans les secteurs manufacturiers avancés (tels que l'électronique et l'automobile) que dans les secteurs manufacturiers traditionnels (tels que le textile et l'ameublement). En outre, la composition des importations en provenance de Chine s'est réorientée vers les produits intermédiaires (graphique A). De plus, contrairement aux années 2000, la récente hausse des exportations chinoises vers la zone euro ne s'est pas accompagnée d'une hausse des exportations de la zone euro vers la Chine, les importations chinoises en provenance de la zone euro ayant diminué depuis 2021.

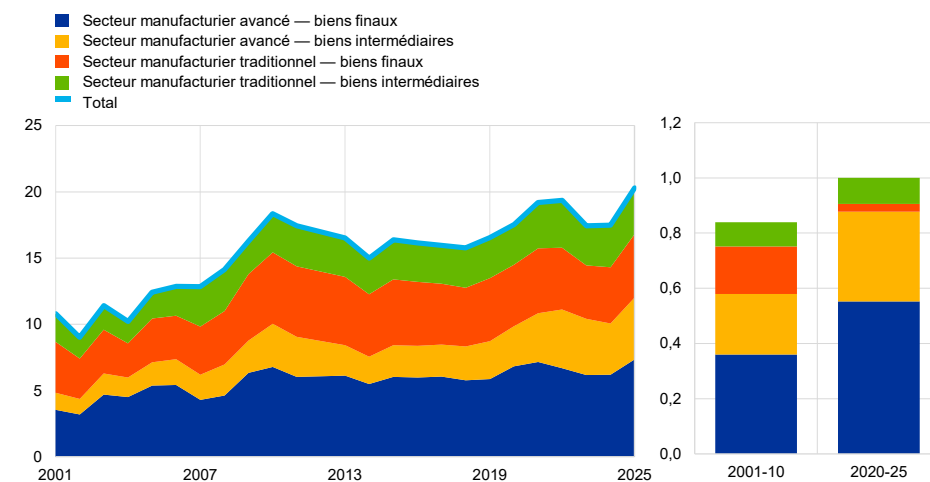
¹ Cf. Al-Haschimi *et al.* (2025), « L'excédent commercial croissant de la Chine : pourquoi les exportations augmentent alors que les importations stagnent ».

² Nous définissons le premier choc chinois comme la période 2001-2010, en ligne avec la littérature qui établit un lien entre cette décennie et la croissance rapide des importations chinoises (Autor *et al.*, 2021).

Graphique A

Parts de la Chine dans les importations de la zone euro en termes de contenu technologique et d'usage

(échelle de gauche : en pourcentages ; échelle de droite : taux de croissance annuels moyens sur la période concernée)



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

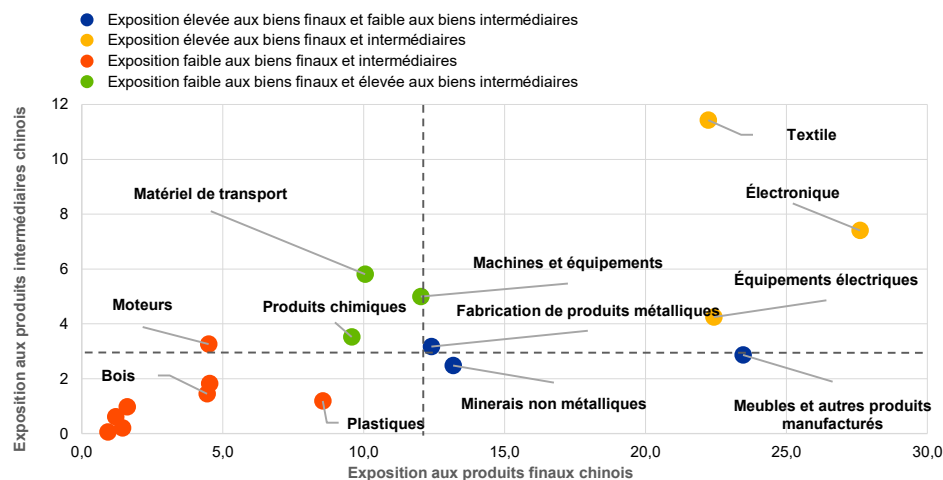
Notes : Les parts de marché à l'importation sont exprimées en valeur pour les biens seulement. Les données fournies par Trade Data Monitor sont utilisées pour calculer les pondérations sectorielles. Les dernières observations se rapportent à novembre 2025.

Ces dernières années, les changements dans la pénétration des importations de biens intermédiaires et finaux en provenance de Chine ont fortement varié selon les secteurs, ce qui suggère que l'impact sur la production ne sera pas le même selon les secteurs. Si certains secteurs tels que celui de l'ameublement et des produits métalliques sont principalement affectés par la concurrence sur les biens finaux (graphique B, points bleus), d'autres secteurs tels que celui de l'électronique sont confrontés à des réductions de coûts importantes et à une concurrence intense sur le marché des biens et des services (points jaunes).

Graphique B

Expositions sectorielles à la Chine

(en pourcentages)



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

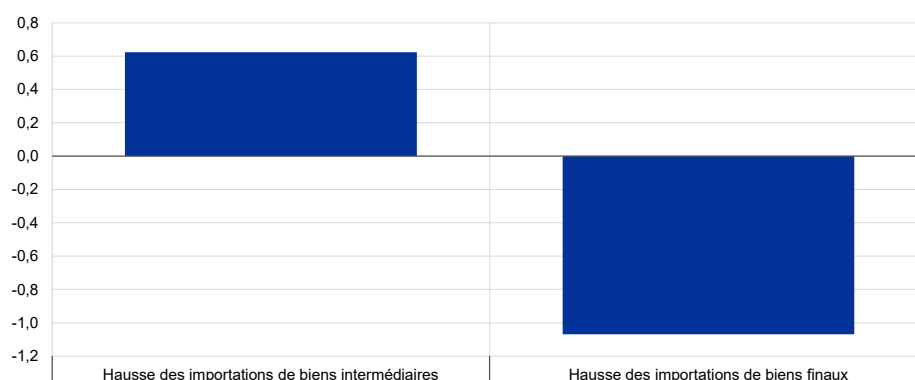
Note : Les expositions sont exprimées en variations annuelles moyennes des parts des importations chinoises dans chaque secteur de l'économie de la zone euro sur la période 2001-2022.

L'analyse économétrique met en évidence une nette asymétrie entre un canal des coûts des consommations intermédiaires et un canal de la concurrence pour la pénétration des importations en provenance de Chine. À l'aide d'un panel pays-secteur pour la période 2000-2022, nous relierons les variations des parts des importations sectorielles de la Chine à la croissance de la production industrielle dans l'UE, en distinguant les importations de biens finaux et les importations de biens intermédiaires³. Le graphique C traduit les coefficients d'estimation en effets sur la production. Les résultats montrent que, pour les secteurs ayant enregistré une hausse annuelle moyenne des importations, une exposition accrue aux importations de biens intermédiaires en provenance de Chine est associée à une accélération de 0,6 point de pourcentage de la croissance de la production industrielle. En revanche, une hausse annuelle moyenne des importations de biens finaux a freiné la production d'environ 1 point de pourcentage.

Graphique C

L'impact de l'exposition aux importations chinoises sur la croissance de la production industrielle sectorielle de l'UE

(variation en points de pourcentage)



Sources : Trade Data Monitor, TIVA (publiés en 2025) et calculs des services de la BCE.

Note : Le graphique montre la croissance de la production en réponse à la hausse annuelle moyenne de la part des importations de la Chine en 2000-2022.

Pour comprendre l'impact agrégé des gains de productivité en Chine sur l'UE, nous utilisons un modèle d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) multi-pays et multi-secteurs qui tient compte des liens commerciaux et des réseaux de production mondiaux⁴. Les simulations fondées sur des modèles rendent compte de l'augmentation de la pression concurrentielle exercée par la Chine via des chocs de productivité distincts, spécifiques aux différents secteurs – dans les secteurs manufacturiers traditionnel et avancé de la Chine – qui réduisent de manière endogène les coûts marginaux et les prix à l'exportation chinois. Une

³ La variable dépendante est la croissance annuelle de la production industrielle au niveau pays-secteur. Les expositions sont présentées comme des variations en glissement annuel de la part des importations chinoises de biens intermédiaires et finaux. Afin de remédier à l'endogénéité, nous utilisons un instrument structurel-résiduel (*shift-share*) de type Bartik fondé sur les pondérations sectorielles de base des importations et les variations des exportations de la Chine vers d'autres économies avancées, d'après Friesenbichler *et al.* (2023) et Autor *et al.* (2013). Les régressions incluent des effets fixes pays-secteur et pays-temps, ainsi que des tendances spécifiques à chaque secteur, l'identification étant fondée sur les différences d'exposition sectorielle à la Chine au sein d'un pays et d'une année spécifiques.

⁴ Le modèle est une extension à quatre régions (dans laquelle les régions comprennent l'UE, les États-Unis, la Chine et le reste du monde) de Gnocato *et al.* (2025).

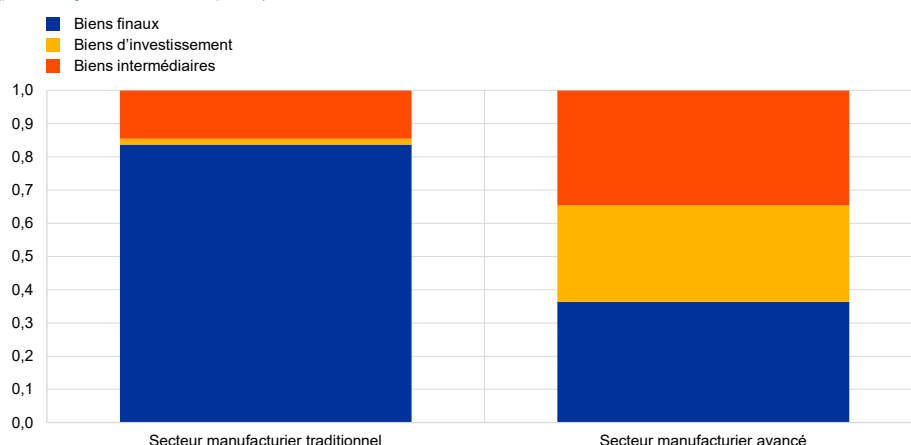
différence notable entre les deux secteurs est que les produits manufacturés traditionnels importés de Chine sont principalement des biens finaux, tandis que les importations de produits manufacturés avancés sont utilisées plus intensivement comme intrants intermédiaires (graphique D, partie a).

Graphique D

Effets simulés d'une hausse persistante de la productivité chinoise sur la production sectorielle de l'UE

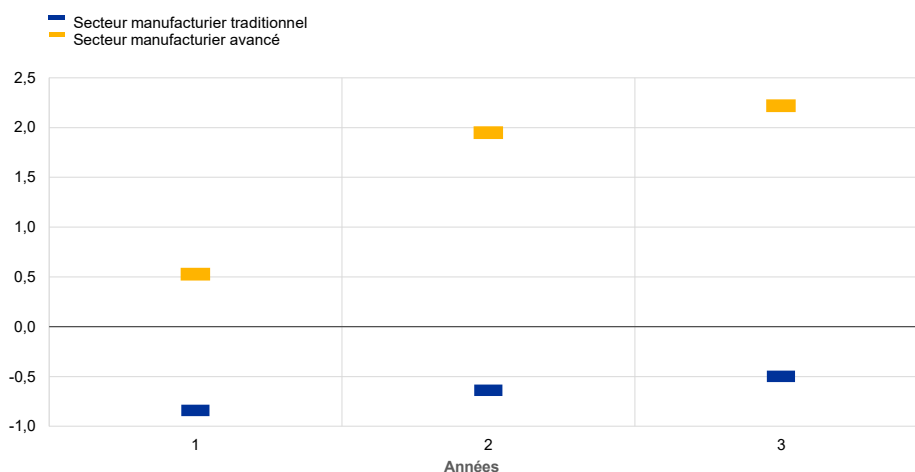
a) Composition des importations de l'UE en provenance de Chine

(pourcentages en situation d'équilibre)



b) Production sectorielle de l'UE

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



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide d'un modèle DSGE multi-pays qui tient compte des réseaux de production mondiaux et des liens commerciaux (fondé sur Gnocato *et al.*, 2025).

Notes : Dans la partie a), les barres représentent les parts calibrées en situation d'équilibre. Dans la partie b), les chocs sont redimensionnés pour provoquer la même augmentation des importations de produits manufacturés traditionnels et avancés chinois dans les deux ans (une augmentation de 10 points de pourcentage par rapport aux importations totales en provenance de Chine dans la situation d'équilibre).

Les chocs de productivité positifs en Chine soutiennent le PIB de l'UE via des effets sur le revenu et des intrants importés moins chers – l'impact diffère cependant selon les secteurs. Du point de vue de l'UE, le principal effet des chocs dans le secteur manufacturier traditionnel de la Chine ou dans son secteur manufacturier avancé est une réduction relative des prix des importations en

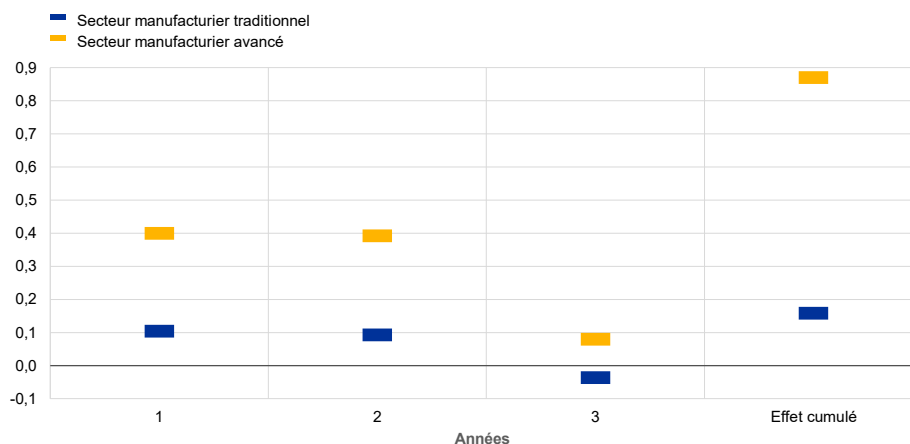
provenance du secteur affecté et une hausse des importations en provenance de Chine. L'impact sur la production de l'UE diffère selon les secteurs, selon la manière dont les biens importés sont utilisés. Lorsque les importations sont principalement des biens intermédiaires (comme dans le secteur manufacturier avancé), elles contribuent à réduire les coûts et à soutenir la production intérieure. Lorsque les importations sont principalement des biens finaux (comme dans le secteur manufacturier traditionnel), les consommateurs européens basculent facilement leur consommation vers des importations chinoises relativement moins chères et, par conséquent, les producteurs de l'UE sont confrontés à une concurrence accrue et à une baisse de la demande pour leurs biens freinant la production sectorielle de l'UE (graphique D, partie b). Toutefois, la disponibilité de biens importés moins chers permet aux ménages de dépenser davantage, ce qui accroît la demande agrégée et bénéficie *in fine* au PIB de l'UE (graphique E, partie b).

Graphique E

Effets simulés d'une hausse persistante de la productivité chinoise sur le PIB et l'inflation de l'UE

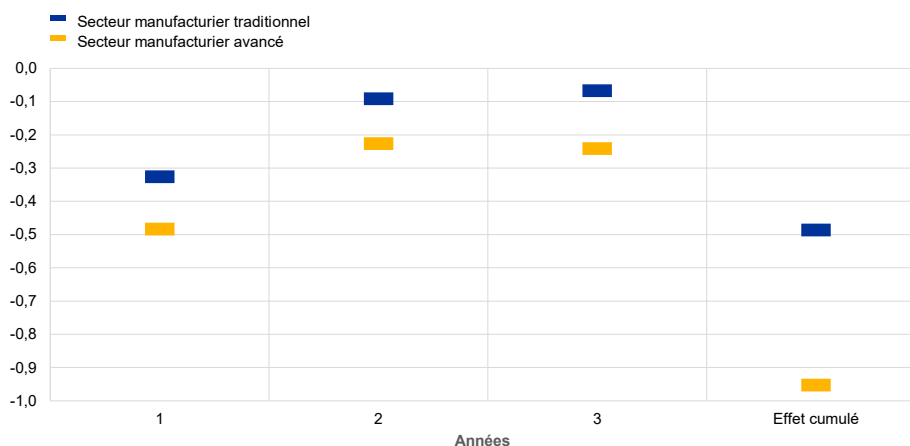
a) PIB de l'UE

(variations annuelles en pourcentage)



b) Inflation de l'UE

(variations annuelles en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE à l'aide d'un modèle DSGE multi-pays qui tient compte des réseaux de production mondiaux et des liens commerciaux (fondé sur Gnoco et al., 2025).

Note : Les chocs sont redimensionnés pour provoquer la même augmentation des importations de produits manufacturés traditionnels et avancés chinois dans les deux ans (une augmentation de 10 points de pourcentage par rapport aux importations totales en provenance de Chine dans la situation d'équilibre).

Les biens chinois moins chers exercent une pression désinflationniste dans l'UE via différents canaux selon les secteurs.

À la suite de chocs dans le secteur manufacturier traditionnel de la Chine ou dans son secteur manufacturier avancé, les importations de biens chinois relativement moins chers exercent une pression désinflationniste importante sur l'UE (graphique E, partie b). La pression désinflationniste est plus forte lorsque le choc affecte le secteur manufacturier avancé chinois, et son impact est principalement indirect, en raison d'effets liés aux coûts via les liens dans le processus de production. Dans le cas d'un choc affectant le secteur manufacturier traditionnel de la Chine, les importations entrent plus directement dans le panier de consommation des ménages européens, et l'effet

désinflationniste résulte relativement plus de l'impact direct de la baisse des prix à l'importation chinois.

Une amélioration de la compétitivité de la Chine sur les marchés mondiaux résultant de subventions à la production aurait des effets similaires sur l'économie de l'UE. Nous envisageons un scénario alternatif dans lequel les subventions à la production en Chine sont le moteur sous-jacent de la compétitivité accrue des entreprises chinoises sur les marchés mondiaux, plutôt que les chocs de productivité. Nous introduisons des subventions sectorielles à la production qui réduisent les marges bénéficiaires et les prix à la production. Même si le moteur de la compétitivité de la Chine diffère, les implications pour l'économie européenne sont globalement similaires. Là encore, des importations moins chères de produits manufacturés avancés sont bénéfiques pour la production manufacturière avancée dans l'UE et pour le PIB de l'UE dans son ensemble. Dans le secteur manufacturier traditionnel de l'UE, la production diminue toujours tandis que les gains de PIB sont légèrement modérés, les effets sur les revenus ne compensant pas pleinement les pertes de production.

Au-delà de l'analyse fondée sur un modèle, l'évaluation plus large des effets de l'essor industriel de la Chine sur la zone euro est plus nuancée. Même si la récente ascension industrielle de la Chine peut entraîner des effets agrégés favorables à court terme sur l'économie de l'UE, elle a coïncidé avec une faible demande d'importations en Chine et une perte de parts de marché pour les exportateurs de l'UE. En outre, les effets positifs sur le PIB de l'UE reflètent les canaux à court terme, mais ne tiennent pas compte des risques à plus long terme, tels que les potentielles séquelles liées au déplacement de la production, ni des risques structurels et des vulnérabilités stratégiques.

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.

Autor (D.), Dorn (D.) et Hanson (G.) (2013), « *The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States* », *American Economic Review*, vol. 103, n° 6, p. 2121-2168.

Autor (D.), Dorn (D.) et Hanson (G.) (2021), « *On the persistence of the China shock* », *National Bureau of Economic Research*, n° w29401.

Friesenbichler (K.S.), Kügler (A.) et Reinstaller (A.) (2023), « *The impact of import competition from China on firm-level productivity growth in the European Union* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 86(2), p. 236-256.

Gnocato (N.), Montes-Galdón (C.) et Stamato (G.) (2025), « [Tariffs across the supply chain](#) », *Working Paper Series*, n° 3081, BCE.

3 Dispersion de la croissance du PIB en volume entre les pays de la zone euro : évolutions et déterminants

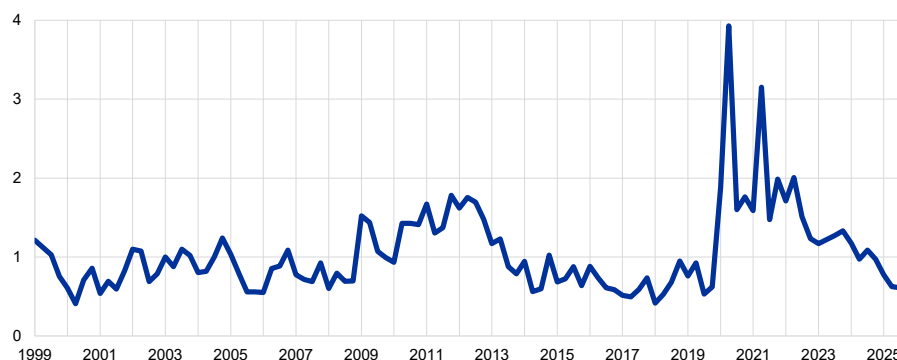
Niccolò Battistini, Johannes Gareis et Richard Morris

La dispersion de la croissance du PIB en volume de la zone euro a diminué récemment et affiche un niveau relativement bas par rapport aux données historiques. La dispersion entre pays de la croissance du PIB en volume de la zone euro – mesurée comme la somme pondérée du PIB des écarts absolus entre la croissance trimestrielle en glissement annuel de chaque pays et celle de l'agrégat de la zone euro (hors Irlande) – se situe désormais à un niveau relativement bas¹. Un tel niveau est généralement associé à des périodes « calmes », notamment la période précédant la crise financière mondiale (1999-2007) et celle qui a suivi la crise de la dette souveraine dans la zone euro mais précédé la pandémie de COVID-19 (2015-2019) (graphique A). Toutefois, la dispersion de la croissance du PIB en volume n'a baissé que récemment par rapport aux niveaux élevés observés pendant la pandémie et à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Graphique A

Dispersion de la croissance du PIB en volume en glissement annuel

(somme pondérée du PIB des écarts absolus, en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données correspondent aux changements de composition de la zone euro, hors Irlande. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025.

Ces dernières années, la dispersion de la croissance du PIB en volume dans la zone euro s'est accompagnée d'une convergence du PIB en volume par habitant. Mesurée comme la somme des écarts absolus, pondérés par la population, du PIB en volume par habitant de chaque pays (exprimé en pourcentage) par rapport à celui de l'agrégat de la zone euro (hors Irlande), la dispersion du PIB en volume par habitant a augmenté entre 1999 et 2014 (graphique B). Jusqu'en 2007, cela reflétait principalement l'élargissement de la zone euro, et plus tard les retombées des déséquilibres macroéconomiques qui s'étaient accumulés avant la crise financière mondiale. Depuis 2015, la dispersion

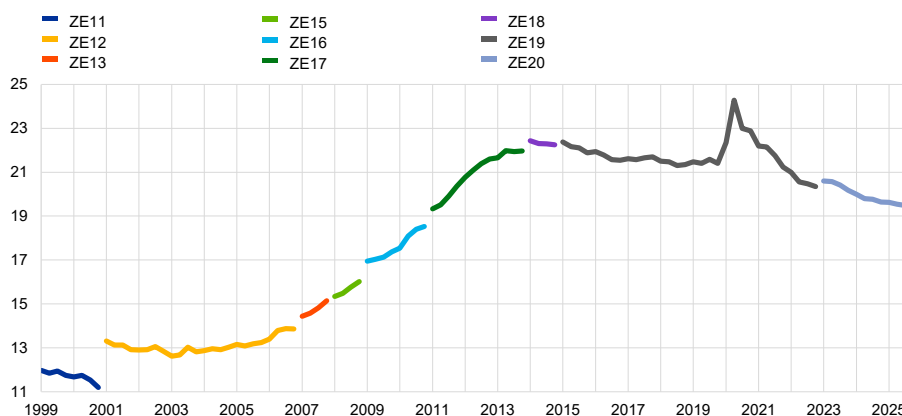
¹ L'analyse présentée dans cet encadré repose sur les données de la zone euro hors Irlande afin d'éviter les distorsions causées par la volatilité extrême du PIB irlandais résultant de la prise en compte des activités des entreprises multinationales.

du PIB en volume par habitant a généralement suivi une tendance baissière, bien qu'elle ait été interrompue par la pandémie en 2020. La diminution progressive de la dispersion de la croissance observée depuis la pandémie est cohérente avec la reprise de cette trajectoire de convergence.

Graphique B

Dispersion du PIB en volume par habitant

(somme des écarts absolus pondérés par la population, en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : « ZE11, ZE12, ... ZE20 » désignent les pays qui composaient la zone euro à cette époque, hors Irlande. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025.

En période de crise, les fortes hausses de la dispersion de la croissance sont généralement apparues dans des secteurs spécifiques. La dispersion sectorielle entre pays est calculée comme la somme, pondérée par la valeur ajoutée brute, des écarts absolus de croissance entre les pays de la zone euro au sein de six grands secteurs NACE, par rapport à la croissance agrégée de la zone euro dans chaque secteur (graphique C) ². Chaque série est ensuite pondérée par la part de chaque secteur dans le PIB de la zone euro pour approximer sa contribution à la dispersion globale de la croissance du PIB. Au cours de la crise financière mondiale, la dispersion accrue de la croissance était concentrée dans le secteur manufacturier en particulier, avec des contractions et des reprises ultérieures bien plus marquées en Allemagne et en Italie qu'en France et en Espagne. Pendant la pandémie, l'augmentation de la dispersion a été généralisée mais concentrée dans un secteur à plus forte intensité de contact, les services aux consommateurs. Cela reflétait les différences dans la chronologie et l'intensité des vagues de pandémie d'un pays à l'autre, ainsi que le recul du tourisme, qui a particulièrement touché les pays méditerranéens. Plus tard, courant 2022, la dispersion s'est également accentuée de façon notable dans les services aux entreprises, la croissance se reportant de l'Allemagne vers l'Espagne et l'Italie. Cela peut avoir reflété les opportunités offertes par le recours et l'acceptation accrus du télétravail qui, associés à l'évolution démographique et aux incitations fiscales en faveur de la rénovation des bâtiments en Italie, ont peut-être également contribué à une plus grande dispersion de l'activité

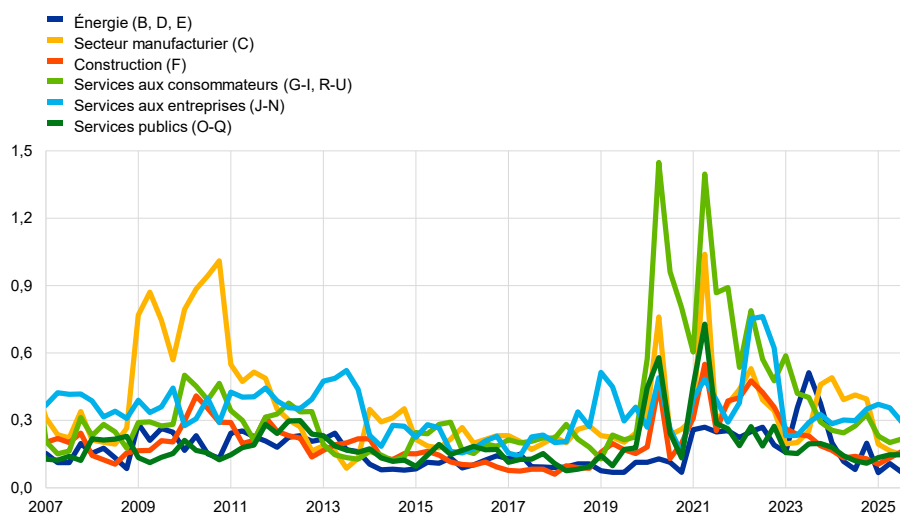
² NACE désigne la « Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne ». Aux fins de la présente analyse, les « services aux consommateurs » se rapportent aux sections G à I et R à U de la nomenclature NACE, les « services aux entreprises » aux sections J à N et les « services publics » aux sections O à Q.

dans la construction au cours de cette période. À la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, la dispersion a temporairement augmenté dans le secteur de l'énergie, en raison d'une accélération de la production d'électricité nucléaire en France après une période de maintenance, ainsi que dans le secteur manufacturier, au profit de la France et de l'Espagne et au détriment de l'Allemagne.

Graphique C

Dispersion de la croissance en glissement annuel de la valeur ajoutée brute réelle dans les grands secteurs NACE

(somme des écarts absolus pondérés par la valeur ajoutée brute, en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

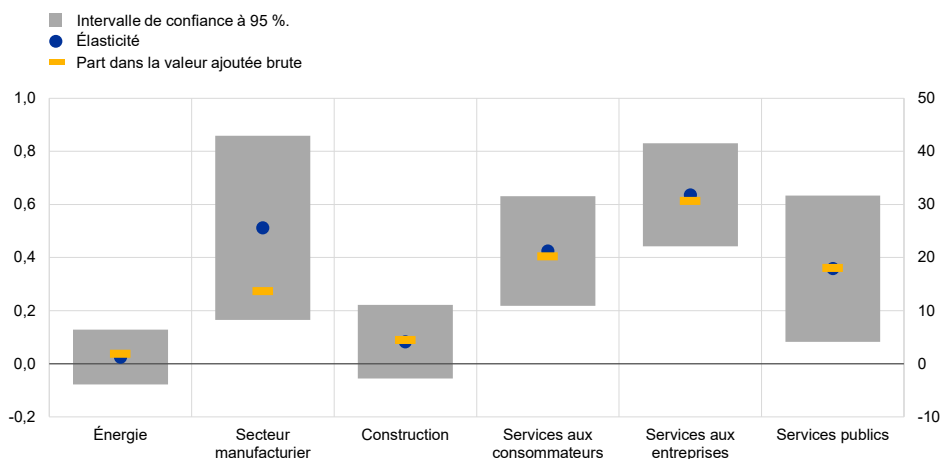
Notes : Les données se rapportent à une composition fixe des pays de la zone euro (la composition actuelle, hors Irlande). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025.

Récemment, la dispersion de la croissance a été moins concentrée et plus généralisée. À titre de mesure approximative des facteurs sectoriels à l'origine de la dispersion de la croissance, la croissance du PIB en volume est régressée sur la croissance de la valeur ajoutée brute réelle dans les pays de la zone euro en 2025, séparément pour chaque secteur, chaque observation au niveau des pays étant pondérée par sa part dans le PIB total de la zone euro. Les élasticité positives et significatives indiquent que les différentiels de croissance récents ont été étroitement liés aux évolutions dans le secteur manufacturier ainsi que dans les services (graphique D). S'agissant des services à la consommation, aux entreprises et des services publics, les élasticité estimées sont globalement proportionnelles à leur part dans la valeur ajoutée brute. Dans le même temps, l'élasticité du secteur manufacturier est plus élevée, soulignant l'importance de ce secteur, qui va au-delà de sa part dans la valeur ajoutée brute.

Graphique D

Élasticité de la croissance du PIB en volume en 2025 par rapport aux tendances sectorielles

(échelle de gauche : élasticités ; échelle de droite : parts de la valeur ajoutée brute, en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les élasticités correspondent aux coefficients de pente estimés des régressions univariées, par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO), de la croissance annuelle du PIB en volume en 2025 sur la croissance annuelle de la valeur ajoutée brute réelle d'un secteur spécifique en 2025 dans les pays de la zone euro, hors Irlande, chaque observation au niveau des pays étant pondérée par sa part dans le PIB total de la zone euro.

La dispersion récente de la croissance du PIB entre les pays de la zone euro est davantage liée aux tendances démographiques et du marché du travail qu'aux différences dans la croissance de la productivité.

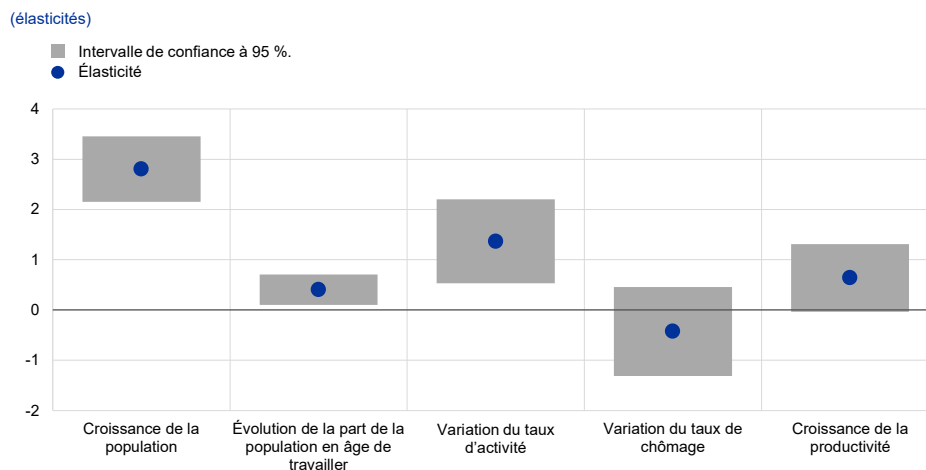
Pour évaluer les facteurs à l'origine de cette dispersion, la croissance du PIB peut être mise en regard a) de la croissance démographique, b) de l'évolution de la part de la population en âge de travailler³, c) de la variation du taux d'activité, d) de la variation du taux de chômage, et e) de la croissance de la productivité. En conséquence, dans le même ordre d'idées que l'analyse présentée plus haut, la croissance du PIB en 2025 est régressée par pays séparément sur chacune de ces variables, chaque observation au niveau des pays étant pondérée par sa part dans le PIB total de la zone euro. Les élasticités estimées indiquent que les tendances variables en matière de population, de structure par âge et de taux d'activité sont associées à la dispersion de la croissance entre pays (graphique E). En revanche, les élasticités relatives à la croissance de la productivité et aux variations du taux de chômage sont plus faibles et moins statistiquement significatives⁴.

³ Aux fins de l'analyse présentée dans cet encadré, la « population en âge de travailler » désigne les personnes âgées de 15 à 74 ans.

⁴ Les régressions sont univariées et ne tiennent pas compte des corrélations potentielles entre les variables explicatives ; les élasticités estimées doivent donc être interprétées à titre indicatif.

Graphique E

Élasticité de la croissance du PIB en volume en 2025 par rapport aux tendances démographiques et du marché du travail



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

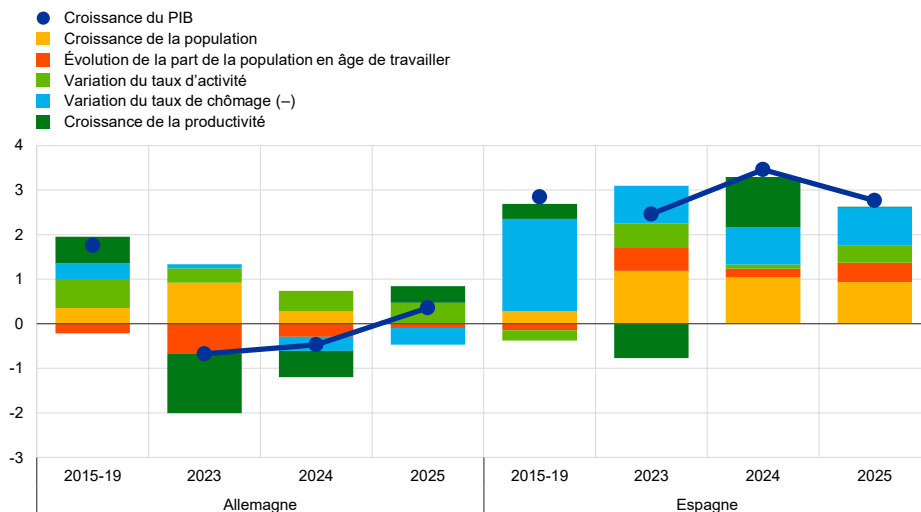
Notes : Les élasticités correspondent aux coefficients de pente estimés des régressions univariées, par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO), sur la croissance annuelle ou la variation d'une tendance spécifique de la démographie ou du marché du travail dans les pays, hors Irlande, chaque observation au niveau des pays étant pondérée par sa part dans l'activité totale de la zone euro. La population active est calculée à partir du taux d'emploi issu des comptes nationaux et du taux de chômage tiré de l'enquête sur les forces de travail.

L'Allemagne et l'Espagne illustrent le rôle prépondérant que jouent actuellement les tendances démographiques et du marché du travail dans la dispersion de la croissance. En 2025, l'Allemagne et l'Espagne expliquaient 60 % environ de la dispersion de la croissance du PIB en volume dans la zone euro. Le graphique F ventile la croissance du PIB en volume de ces pays en fonction des contributions des tendances démographiques et du marché du travail mentionnées plus haut. En Allemagne, la croissance démographique s'est stabilisée, tandis que la part de la population en âge de travailler a diminué, reflétant le vieillissement de la population et le ralentissement de l'immigration. Le taux d'activité en Allemagne a augmenté, mais cette hausse a été en partie contrebalancée par une augmentation du taux de chômage. En Espagne, en revanche, la forte croissance récente du PIB a coïncidé avec des augmentations notables de la population et de la part de la population en âge de travailler – deux conséquences d'une immigration importante – ainsi qu'avec une hausse du taux d'activité et une réduction continue de son taux de chômage, auparavant très élevé. Dans les deux pays, la productivité du travail a relativement peu contribué à la croissance du PIB en volume ces dernières années. Toutefois, la hausse du chômage en Allemagne et la baisse du chômage en Espagne ont entraîné une convergence du PIB en volume par habitant.

Graphique F

Ventilation de la croissance du PIB en volume en Allemagne et en Espagne

(variations annuelles et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La population active est calculée à partir du taux d'emploi issu des comptes nationaux et du taux de chômage tiré de l'enquête sur les forces de travail. L'utilisation de ces différentes sources de données entraîne de légers écarts entre la croissance du PIB en volume et sa ventilation.

À plus long terme, la guerre au Moyen-Orient pourrait conduire à une résurgence de la dispersion de la croissance entre les pays, comparable à celle observée à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les perturbations des expéditions via le détroit d'Ormuz et les attaques contre les infrastructures pétrolières et gazières entraînent une hausse significative des prix du pétrole et du gaz et risquent de réactiver certaines des dynamiques sectorielles asymétriques soulignées plus haut. Le choc énergétique devrait creuser les différentiels de croissance entre les pays dans le secteur manufacturier et les secteurs à forte intensité énergétique, dont l'exposition varie considérablement d'un pays de la zone euro à l'autre.

Économisez votre énergie : comment la guerre au Moyen-Orient pourrait affecter l'épargne des ménages et l'économie

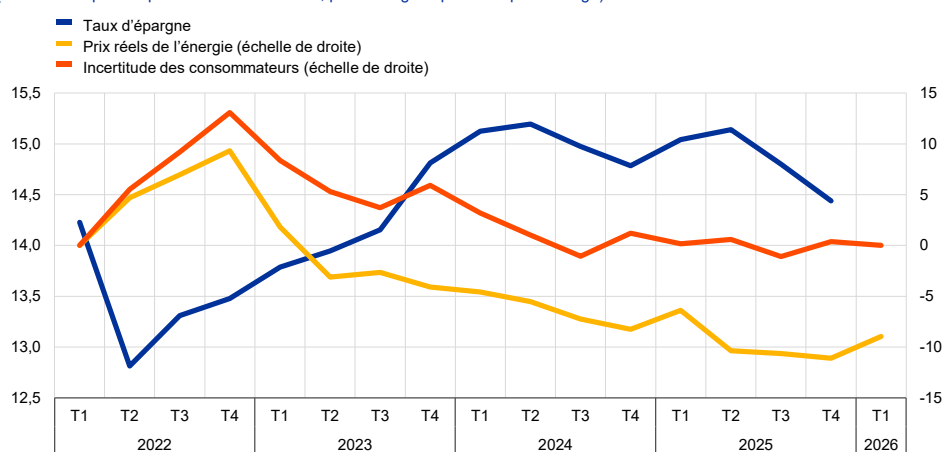
Niccolò Battistini, Alina Bobasu, Rodolfo Dinis Rigato et Hanno Kase

Le renchérissement de l'énergie et l'accroissement de l'incertitude des consommateurs liés à la guerre au Moyen-Orient font peser de nouveaux risques sur les perspectives du taux d'épargne des ménages. Après avoir diminué par rapport à son pic post-pandémie, le taux d'épargne a augmenté rapidement en 2022 et en 2023 et est demeuré élevé à partir de 2024, s'établissant au-dessus de son point haut d'avant la pandémie (graphique A). Ces évolutions ont largement résulté d'une forte croissance du revenu réel et d'une atonie de la demande intérieure dans un contexte de baisse des prix réels de l'énergie et de diminution de l'incertitude après les niveaux précédemment élevés déclenchés par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Toutefois, à mesure que les répercussions économiques de la guerre au Moyen-Orient se font sentir, les tendances récentes des prix de l'énergie et de l'incertitude pourraient s'inverser, avec des conséquences sur le taux d'épargne. Dans ce contexte, cet encadré évalue comment d'autres trajectoires des termes de l'échange (suivant étroitement les prix réels de l'énergie) et de l'incertitude des consommateurs sont susceptibles d'affecter le taux d'épargne, et analyse leurs conséquences distributives et macroéconomiques.

Graphique A

Taux d'épargne, prix réels de l'énergie et incertitude des consommateurs

(variations depuis le quatrième trimestre 2021, pourcentage et points de pourcentage)



Sources : Eurostat, enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs et calculs des services de la BCE.

Notes : Les prix réels de l'énergie sont mesurés comme le ratio composante énergie de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) rapportée à l'IPCH total. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025 pour le taux d'épargne et au premier trimestre 2026 pour les prix réels de l'énergie et l'incertitude des consommateurs.

Des dynamiques défavorables des termes de l'échange et de l'incertitude des consommateurs ont habituellement des effets opposés sur le taux d'épargne des ménages à court terme. En général, dans une économie importatrice nette d'énergie, telle que la zone euro, les termes de l'échange – approximatés par le ratio

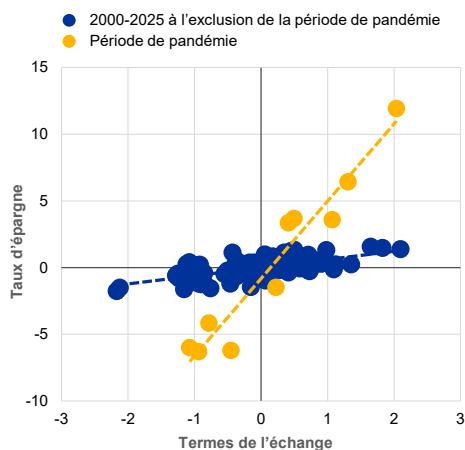
déflateur du PIB/déflateur de la consommation – diminuent lorsque les prix de l'énergie augmentent ¹. Par conséquent, des termes de l'échange plus bas reflètent habituellement des pertes de revenu disponible réel pour les ménages tant directement, par le biais d'un renchérissement des produits énergétiques importés, qu'indirectement, via une baisse des salaires réels et des bénéfices distribués par les entreprises ². Ces pertes de revenu réel ont tendance à se traduire par une diminution des dépenses et, dans une moindre mesure, par une baisse de l'épargne, comme le montre la relation positive entre les termes de l'échange et le taux d'épargne (graphique B, partie a). En revanche, une hausse de l'incertitude des consommateurs – souvent déclenchée par le même choc sous-jacent, tel qu'un renchérissement de l'énergie – renforce les motifs de précaution, ce qui freine la consommation et accroît le taux d'épargne, comme l'illustre la corrélation positive entre l'incertitude et le taux d'épargne (graphique B, partie b). Pendant la période de pandémie, le taux d'épargne s'est révélé particulièrement sensible aux variations des termes de l'échange et de l'incertitude des consommateurs. Cependant, ces fortes élasticités ont très probablement été amplifiées par la réaction des ménages aux restrictions à la mobilité et sont revenues à la normale depuis la pandémie ³.

Graphique B

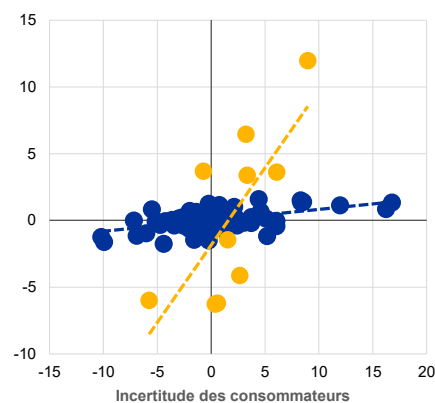
Taux d'épargne, termes de l'échange et incertitude des consommateurs

(axe des abscisses : variations en glissement annuel, pourcentage et points de pourcentage ; axe des ordonnées : variations en glissement annuel, points de pourcentage)

a) Taux d'épargne et termes de l'échange



b) Taux d'épargne et incertitude des consommateurs



Sources : Eurostat, enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs et calculs des services de la BCE.

Notes : Dans la partie a), les termes de l'échange sont approximatés par le ratio déflateur du PIB rapporté au déflateur de la consommation privée. Dans la partie b), l'incertitude des consommateurs est en avance de quatre trimestres, largement en ligne avec l'impact maximal des chocs sur l'incertitude des consommateurs sur le taux d'épargne dans le modèle empirique décrit plus bas. La « période de pandémie » se rapporte à la période comprise entre le premier trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2023.

On utilise un modèle empirique pour estimer les effets exercés sur le taux d'épargne par des chocs importants affectant les termes de l'échange et

¹ Cf. également Bokan *et al.* (2018) et Battistini *et al.* (2023).

² Cf., par exemple, Battistini *et al.* (2022) et Bobasu *et al.* (2025).

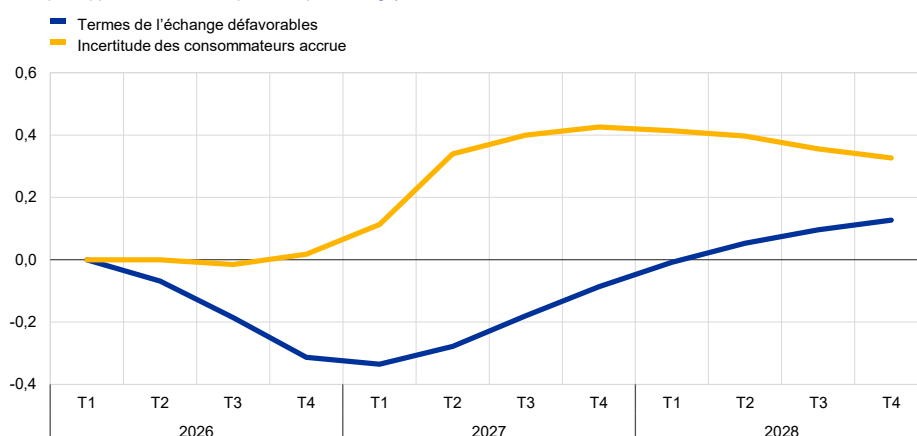
³ Cf. Dossche *et al.* (2021). Afin d'atténuer l'importance des corrélations observées au début de la pandémie, le modèle empirique utilisé dans cet encadré est estimé en réduisant le poids des observations des quatre trimestres de 2020 au moyen d'un facteur d'ajustement pour prendre en compte l'hétéroscédasticité des données.

l'incertitude des consommateurs. On estime un modèle vectoriel autorégressif structurel de type bayésien à partir des données de la zone euro allant du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2025 ⁴. Il quantifie le rôle des variations inattendues des termes de l'échange et de l'incertitude des consommateurs, ainsi que les chocs sur la demande intérieure, sur le revenu intérieur et sur le taux d'intérêt ⁵. Afin d'évaluer l'impact des évolutions défavorables des termes de l'échange et de l'incertitude des consommateurs, deux scénarios sont envisagés pour le taux d'épargne sur la base des élasticités du modèle estimé (graphique C). Premièrement, un choc défavorable sur les termes de l'échange d'une ampleur comparable à la détérioration observée en 2022 entraînerait une baisse du taux d'épargne de 0,3 point de pourcentage à son point bas, qui interviendrait début 2027. Deuxièmement, une hausse de l'incertitude globalement cohérente avec celle qui a été observée au début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie augmenterait le taux d'épargne de 0,4 point de pourcentage à son pic, qui serait observé fin 2027.

Graphique C

Trajectoires alternatives pour le taux d'épargne après des chocs importants sur les termes de l'échange et sur l'incertitude des consommateurs

(écarts par rapport à la référence, points de pourcentage)



Sources : Eurostat, enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs et calculs des services de la BCE.

Note : Les trajectoires sont calculées en utilisant les élasticités induites par le modèle du taux d'épargne par rapport aux chocs sur les termes de l'échange et sur l'incertitude des consommateurs.

On utilise deux modèles macroéconomiques pour évaluer les conséquences de différentes trajectoires du taux d'épargne en réaction aux chocs

⁴ Le modèle inclut la consommation privée réelle, les termes de l'échange, le taux d'épargne, le taux d'intérêt sans risque et l'incertitude des consommateurs. L'incertitude des consommateurs, disponible à partir d'avril 2019 seulement, est étendue rétroactivement en la reliant à la part de réponses neutres à la question sur les anticipations à 12 mois concernant la situation financière personnelle des participants à l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs.

⁵ Les chocs sont identifiés en utilisant des restrictions de signe et des restrictions de zéro sur l'impact. On fait l'hypothèse que les chocs sur les termes de l'échange entraînent des mouvements de même sens pour la consommation privée, les termes de l'échange et le taux d'épargne. Les chocs sur l'incertitude des consommateurs font évoluer l'incertitude des consommateurs dans le même sens, mais n'influencent aucune autre variable. Les chocs sur la demande intérieure font évoluer la consommation privée dans le sens contraire des termes de l'échange et du taux d'épargne. Les chocs de revenu font évoluer la consommation privée et le taux d'épargne en sens opposé par rapport aux termes de l'échange. Les chocs sur les taux d'intérêt font évoluer les taux d'intérêt dans le même sens, mais n'influencent sur aucune autre variable à l'exception de l'incertitude des consommateurs.

défavorables sur les termes de l'échange et sur l'incertitude des

consommateurs.

Les effets macroéconomiques agrégés sont évalués à partir du modèle ECB-BASE (Angelini *et al.*, 2019), un modèle semi-structurel pour la zone euro. De plus, les chocs sur les termes de l'échange, notamment quand ils sont liés aux prix de l'énergie, sont susceptibles d'avoir de forts effets redistributifs⁶. Lorsqu'ils sont confrontés à une hausse des prix des biens importés, les ménages à revenu élevé sont à même de lisser leur consommation en puisant dans leur épargne, alors que les ménages à revenu faible risquent de devoir réduire davantage leur consommation. Ces effets redistributifs sont évalués en utilisant une extension de l'économie ouverte du modèle de Kase et Rigato (2025), un modèle néo-keynésien à agents hétérogènes (modèle HANK) augmenté des échanges commerciaux et des importations d'énergie. Dans le modèle ECB-BASE, les chocs structurels sont calibrés pour cibler les trajectoires du taux d'épargne présentées au graphique C, c'est-à-dire comme un choc sur les prix de l'énergie pour le scénario de termes de l'échange et comme un choc direct sur les dépenses de consommation pour le scénario d'incertitude des consommateurs. Dans le modèle HANK, une variation normalisée d'un point de pourcentage du taux d'épargne est simulée afin de quantifier l'impact distributif des variations de l'épargne des ménages générées par chaque choc.

Le modèle ECB-BASE montre que les chocs défavorables sur les termes de l'échange et sur l'incertitude des consommateurs pèseraient sur la croissance du PIB en volume, tout en ayant des effets opposés sur l'inflation mesurée par l'IPCH (graphique D).

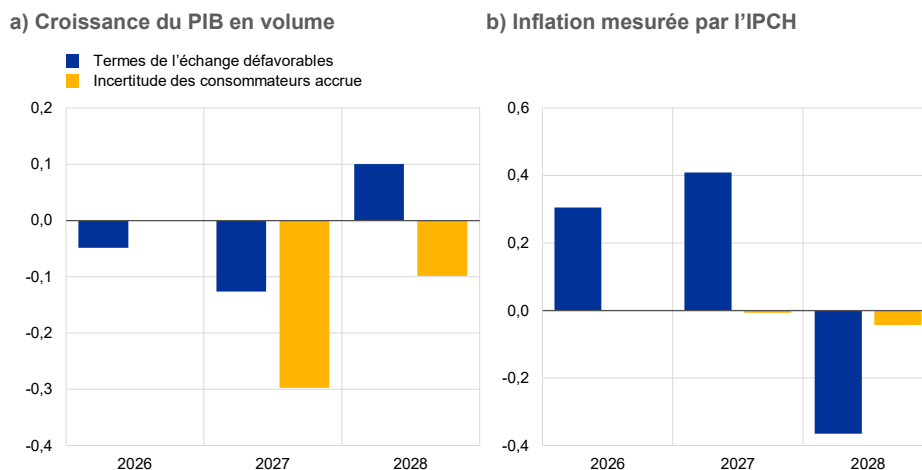
Une détérioration des termes de l'échange érode le revenu réel, car les prix à l'importation de l'énergie augmentent tandis que les salaires nominaux s'ajustent lentement, ce qui pèse sur la consommation. Cela entraîne une hausse de l'inflation de 0,4 point de pourcentage – qui résulte presque entièrement de la composante énergie – et réduit la croissance de 0,1 point de pourcentage en 2027. Ces effets s'inversent partiellement en 2028. En revanche, une hausse de l'incertitude des consommateurs renforce le comportement de précaution et réduit la demande des ménages. Cela entraîne une réduction de la croissance de 0,3 point de pourcentage en 2027, avec des effets négligeables sur l'inflation.

⁶ Cf. Auclert *et al.* (2024a) et Auclert *et al.* (2024b).

Graphique D

Effets sur la croissance du PIB en volume et sur l'inflation mesurée par l'IPCH

(écarts par rapport à la référence, points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE sur la base des simulations du modèle ECB-Base.

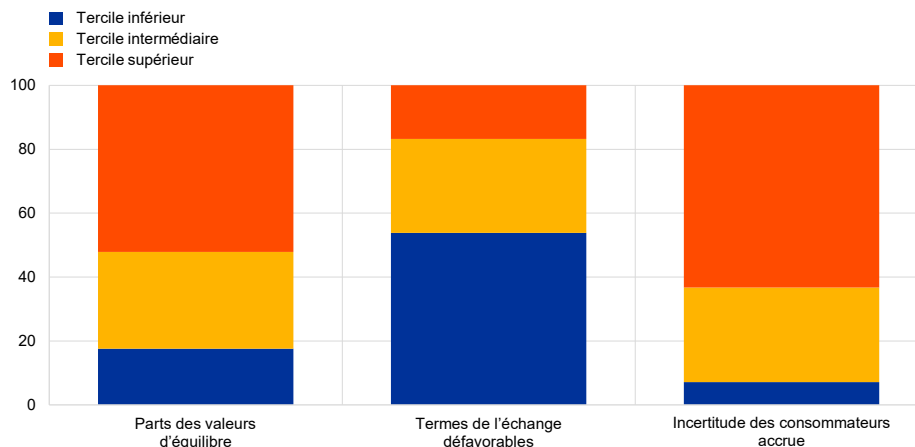
Notes : Le scénario « incertitude des consommateurs accrue » est modélisé comme un choc sur la consommation et le scénario « termes de l'échange défavorables » sous la forme d'un choc sur les prix à l'importation de l'énergie. Toutes les simulations font l'hypothèse d'une politique monétaire exogène.

Le modèle HANK suggère que les chocs négatifs sur les termes de l'échange sont régressifs, les ménages à revenu faible enregistrant une baisse plus importante de leur consommation alors que les chocs affectant l'incertitude des consommateurs ont des effets opposés (graphique E). Après un choc défavorable sur les termes de l'échange, les ménages du tercile de revenu inférieur expliquent plus de la moitié (54 %) de la baisse de la consommation, soit plus que leur part de consommation d'équilibre induite par le modèle (18 %), car ils manquent de coussins de liquidité pour amortir leurs pertes de revenus du travail. En revanche, une hausse de l'incertitude des consommateurs fait porter l'essentiel de la baisse de la consommation (63 %) sur les ménages du tercile supérieur, ce qui reflète leur part de base plus élevée dans le total de la consommation (52 %). Concernant l'épargne, les ménages du tercile supérieur enregistrent les ajustements les plus prononcés à la suite des deux chocs, ce qui est conforme avec leurs détentions d'actifs plus importantes.

Graphique E

Effets distributifs sur la consommation par tercile de revenu

(pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE sur la base des simulations du modèle HANK.

Notes : La colonne de gauche présente la part de chaque tercile de revenu dans la consommation d'équilibre agrégée. Les colonnes au centre et à droite indiquent la contribution des différents terciles de revenu à la variation cumulée de la consommation après chaque choc.

Des chocs simultanés sur les termes de l'échange et sur l'incertitude des consommateurs, déterminants-clefs du taux d'épargne des ménages, font peser des risques importants pour la croissance et l'inflation. Les chocs sur les termes de l'échange et sur l'incertitude des consommateurs affectent le taux d'épargne en sens opposé, au moins à court terme. Si ces chocs devaient se matérialiser simultanément en réaction à des tensions géopolitiques accrues liées à la guerre au Moyen-Orient, ils seraient susceptibles de se renforcer l'un l'autre par le biais des effets plus larges qu'ils exercent sur la demande intérieure, le revenu et les coûts de l'énergie. Dans une telle situation, l'effet conjugué de ces chocs pourrait exercer un frein important sur la croissance, même avec un taux d'épargne globalement stable. Même si le canal des termes de l'échange et celui de l'incertitude des consommateurs exercent des effets opposés sur l'inflation, leur impact net prendrait la forme de pressions à la hausse sur l'inflation.

Bibliographie

Angelini (E.), Bokan (N.), Christoffel (K.), Ciccarelli (M.) et Zimic (S.) (2019), « *Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2315, BCE, septembre.

Auclert (A.), Rognlie (M.), Souchier (M.) et Straub (L.) (2024a), « *Exchange Rates and Monetary Policy with Heterogeneous Agents: Sizing up the Real Income Channel* », *NBER Working Paper*, n° 28872, *National Bureau of Economic Research*, août.

Auclert (A.), Monnery (H.), Rognlie (M.) et Straub (L.) (2024b), « *Managing an energy shock: fiscal and monetary policy* », in Bauducco (S.), Fernández (A.) et

Violante (G.L.) (eds.), *Heterogeneity in Macroeconomics: Implications for Monetary Policy*, Central Bank of Chile, Santiago, p. 39-108.

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

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

Bobasu (A.), Di Nino (V.) et Osbat (C.) (2023), « [L'impact selon les catégories de ménages de la récente poussée de l'inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

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

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

Dossche (M.), Krustev (G.) et Zlatanov (S.) (2021), « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Kase (H.) et Dinis Rigato (R.) (2025), « [Beyond averages: heterogeneous effects of monetary policy in a HANK model for the euro area](#) », *Working Paper Series*, n° 3086, BCE, août.

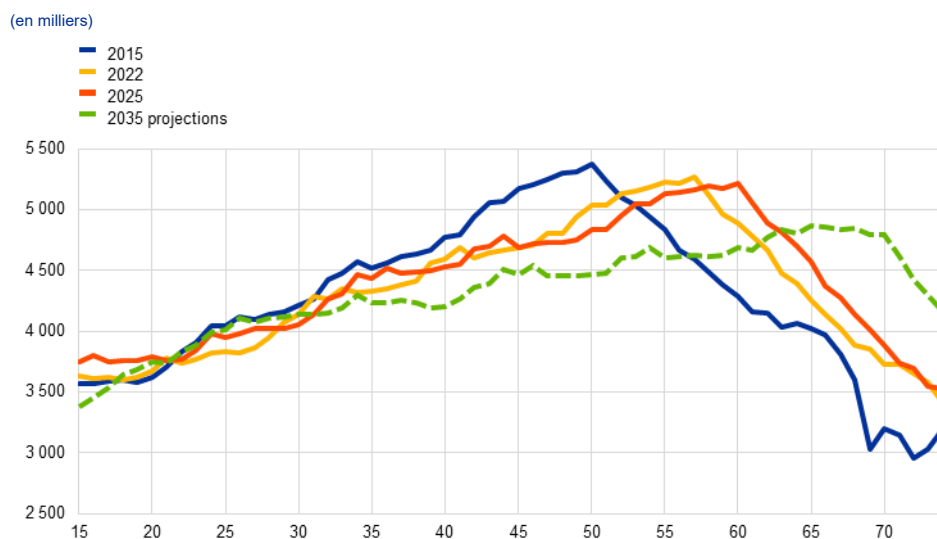
5 Les déterminants des tendances de l'emploi des travailleurs âgés

Nina Furbach et Afonso S. Moura

La zone euro connaît d'importantes évolutions démographiques, observables même à court terme, avec des répercussions considérables sur l'emploi. Non seulement les évolutions démographiques affectent l'économie à long terme, mais elles peuvent également influencer les évolutions du marché du travail à court terme. Le vieillissement de la population entraîne des changements notables dans la répartition par âge, même sur des périodes relativement courtes (graphique A). Les taux d'emploi varient selon les groupes d'âge, ceux des seniors étant en moyenne plus faibles. Cela signifie que, dans une économie vieillissante, les changements dans la composition de la population en âge de travailler affectent mécaniquement les taux d'emploi agrégés ¹. Dans le même temps, les évolutions de l'âge légal de départ en retraite, l'allongement de l'espérance de vie et l'amélioration de la santé à un stade ultérieur de la vie renforcent le lien avec le marché du travail ².

Graphique A

Population en âge de travailler (15-74 ans) dans la zone euro, par âge et par année



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : Les projections pour 2035 sont tirées des projections EUROPOP2023.

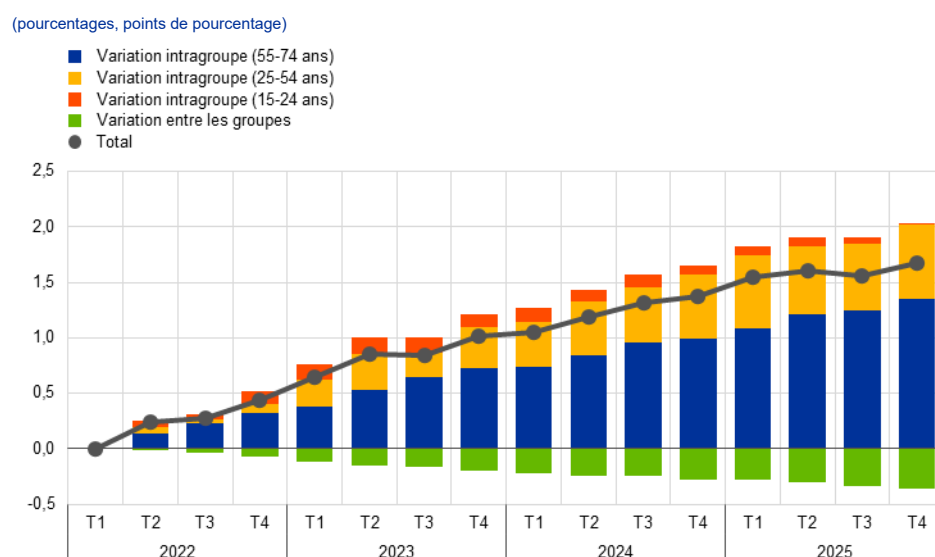
Les travailleurs âgés ont largement contribué à la croissance de l'emploi ces dernières années, tandis que l'effet de composition négatif pur du vieillissement de la population a été faible. Depuis le premier trimestre 2022, le taux d'emploi total dans la zone euro a augmenté de 1,7 % point de pourcentage, passant de 60,3 % à environ 62 % au dernier trimestre 2025. Afin de mieux comprendre la contribution des seniors à la croissance de l'emploi, nous

¹ Le taux d'emploi est défini comme la part des actifs occupant un emploi dans la population totale.

² Cf. par exemple Arce et Sondermann (2026), Berson et Botelho (2023) et Consolo *et al.* (2026).

décomposons la variation totale en différentes contributions : (a) pour isoler la contribution des différents groupes d'âge aux variations du taux d'emploi, nous utilisons le taux d'emploi effectif d'un groupe d'âge donné et nous fixons les parts de la population et les taux d'emploi respectifs des autres groupes aux niveaux observés au premier trimestre 2022 (graphique B, barres bleues, orange et rouges) ; et (b) pour couvrir les effets des évolutions de la composition par âge, nous tenons compte des variations du poids dans la population (c'est-à-dire la taille relative d'un groupe d'âge dans la population totale), mais nous maintenons les taux d'emploi de chaque groupe d'âge à un niveau constant (graphique B, barres vertes). L'analyse révèle que, bien que ne représentant que 34 % de la population en âge de travailler en 2022, les personnes âgées de 55 à 74 ans ont contribué à hauteur de 1,4 point de pourcentage à la hausse totale du taux d'emploi (contre une contribution à zéro pour les personnes âgées de 15 à 24 ans, et une contribution plus faible, de 0,7 point de pourcentage, pour celles âgées de 25 à 54 ans). En outre, les résultats montrent que l'effet de composition pur du vieillissement a été relativement modeste entre le premier trimestre 2022 et la fin de l'année 2025, cet effet représentant une contribution de – 0,4 point de pourcentage seulement.

Graphique B
Variation cumulée du taux d'emploi de la zone euro



Sources : Enquête de l'UE sur les forces de travail (EFT-UE) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les variations entre les groupes sont calculées en maintenant constants les taux d'emploi de chaque groupe d'âge tout en tenant compte des variations des poids dans la population. En ce qui concerne les variations intragroupe, le poids dans la population et les taux d'emploi des autres groupes sont maintenus constants. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025.

La tendance actuelle de recul de l'âge de départ en retraite comparativement aux générations précédentes a été l'un des principaux déterminants de la croissance de l'emploi. Plus de 90 % de l'augmentation du taux d'emploi des travailleurs seniors résulte de la hausse du taux d'activité au sein de ce groupe, plutôt que d'une part plus importante d'actifs occupant un emploi ³. À l'aide des

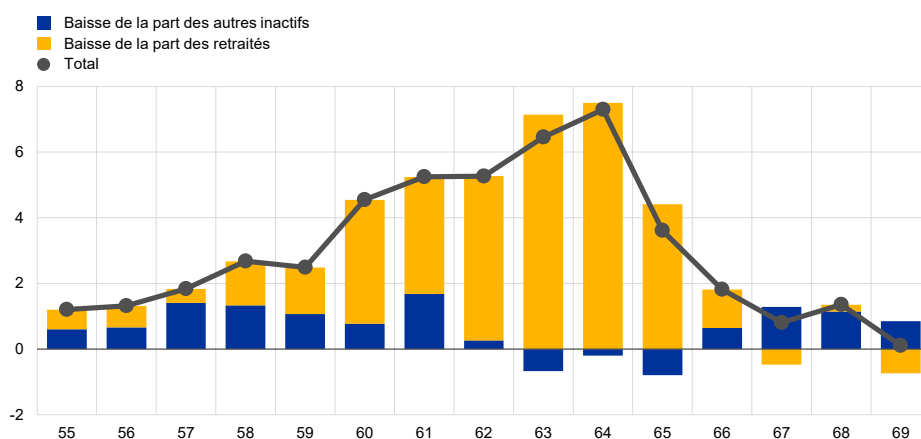
³ Le taux d'emploi peut être décomposé en taux d'activité (la part des personnes qui sont actives dans la population totale, c'est-à-dire soit occupant un emploi, soit en recherche active d'emploi) et en part des personnes occupant un emploi dans la population active.

microdonnées de l'enquête de l'UE sur les forces de travail, nous pouvons ventiler les variations du taux d'activité de la population active par motif d'inactivité. La hausse récente du taux d'activité reflète une baisse de la part des retraités, notamment dans le groupe des travailleurs âgés de 60 à 35 ans (graphique C). Les informations relatives aux transitions de l'emploi tirées de l'enquête de l'UE sur les forces de travail et de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs confirment que la diminution de la part des retraités est attribuable à un recul des départs en retraite plutôt qu'à une augmentation du nombre de personnes inactives ayant retrouvé un emploi.

Graphique C

Variations du taux d'activité de la zone euro entre le quatrième trimestre 2021 et le quatrième trimestre 2024

(pourcentages, points de pourcentage)



Sources : Enquête de l'UE sur les forces de travail (EFT-UE) et calculs des services de la BCE.

Note : L'Autriche, la Grèce, l'Irlande, les Pays-Bas et la Slovaquie ne figurent pas sur ce graphique, aucune donnée n'étant disponible pour ces pays.

Les variations récentes de l'âge effectif de départ en retraite ne s'expliquent que partiellement par les changements apportés à l'âge légal de départ en retraite.

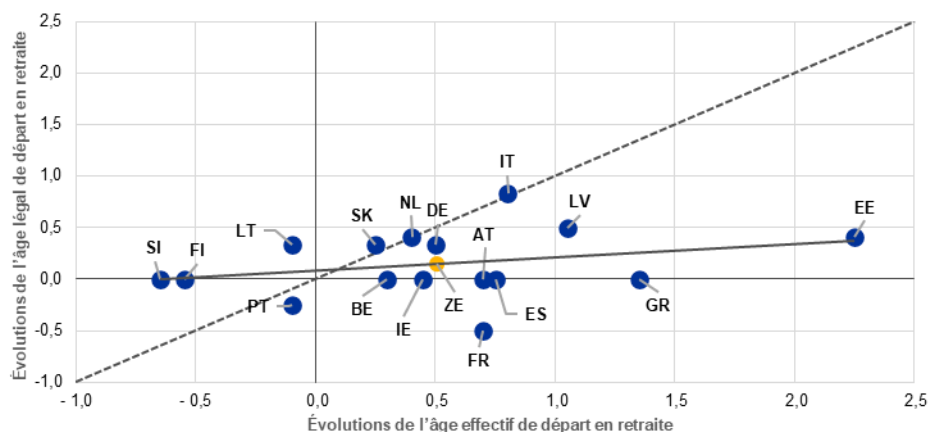
L'âge moyen effectif de sortie du marché du travail a augmenté dans presque tous les pays de la zone euro entre 2022 et 2025, avec une hausse moyenne notable d'environ 0,5 an. Cependant, dans la plupart des économies de la zone euro, cette augmentation de l'âge effectif de départ en retraite a été supérieure à celle de l'âge légal de départ en retraite (graphique D) : une hausse d'un an de l'âge effectif de départ en retraite a été associée à une hausse de l'âge légal de départ en retraite de seulement 0,1 an (pente de la droite ajustée du graphique D), une telle augmentation n'étant pas significative d'un point de vue statistique⁴. Cela suggère que les récents relèvements de l'âge légal de départ en retraite n'ont joué qu'un rôle limité dans le recul des départs en retraite.

⁴ Selon l'analyse des données de 2000 à 2019, le coefficient de pente augmente pour atteindre environ 0,5, ce qui est statistiquement significatif au seuil de 5 %. Cela suggère qu'à long terme également, les modifications de l'âge légal de départ en retraite n'expliquent que partiellement l'augmentation des âges effectifs de départ en retraite.

Graphique D

Variations de l'âge effectif et de l'âge légal de départ en retraite selon les pays entre 2022 et 2024

(années)



Sources : OCDE (2023), OCDE (2025) et calculs des services de la BCE.

Notes : L'âge effectif de départ en retraite correspond à l'âge moyen de sortie du marché du travail. L'âge légal de départ en retraite est l'âge normal moyen de départ en retraite pour un individu ayant intégré le marché du travail à 22 ans et sur la base d'une carrière complète. Les points jaunes représentent la moyenne non pondérée dans les pays de la zone euro. Aucune donnée n'est disponible pour la Croatie, Chypre, le Luxembourg, Malte et la Bulgarie.

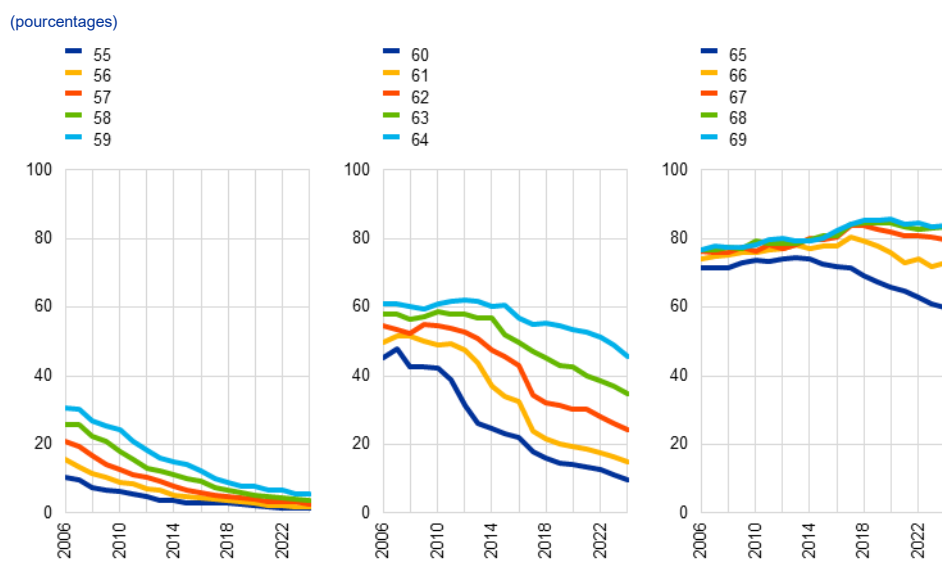
La hausse de l'âge de départ en retraite devrait continuer de soutenir la croissance de l'emploi au cours des prochaines années.

Le recul de l'âge de départ en retraite des travailleurs semble constituer une tendance structurelle de long terme⁵. La part des retraités dans la population totale présente une faible sensibilité au cycle économique, bien qu'elle ait diminué de manière constante entre 2006 et 2024 (graphique E). Cependant, la chronologie de cette baisse varie selon les groupes d'âge. Pour les 55-59 ans, les taux de départ en retraite ont fortement diminué au début des années 2000, et semblent s'être stabilisés au-dessous de 10 %. Pour les 60-65 ans ; la baisse a commencé plus tardivement et se poursuit, avec des taux moyens qui s'établissent encore autour de 40 %. Une comparaison avec d'autres économies avancées suggère qu'il existe effectivement une marge pour de nouvelles hausses des taux d'emploi des seniors. Au Japon, par exemple, pays qui a connu un processus de vieillissement extrême, les taux d'emploi des travailleurs âgés de 60 à 64 ans et de 65 à 69 ans se sont établis respectivement à 74 % et à 54 % en 2024, contre des taux nettement plus bas dans la zone euro, respectivement à 53 % et 19 %. Pour l'avenir, cela suggère que globalement, les âges de départ en retraite vont continuer d'augmenter, conformément aux projections présentées dans le Rapport 2024 de la Commission européenne sur le vieillissement de la population. Cependant, le rythme de ces augmentations dépendra des variations de l'âge légal de départ en retraite, ainsi que des développements en matière de santé.

⁵ Cf. Bodnár et Nerlich (2020).

Graphique E

Part des retraités dans la zone euro, par âge



Sources : Enquête de l'UE sur les forces de travail (EFT-UE) et calculs des services de la BCE.

Notes : L'Autriche, l'Allemagne (jusqu'en 2016), la Grèce, l'Irlande, les Pays-Bas et la Slovaquie ne figurent pas sur ce graphique, puisqu'aucune donnée n'est disponible. La part des retraités est rapportée à la population totale de la tranche d'âge correspondante. Les dernières observations se rapportent à 2024.

Bibliographie :

Arce (Ó.) et Sondermann (D.) (2026), « *Low unemployment, plenty of labour: what does it imply for wage pressures?* », *The ECB Blog*, BCE, 9 mars.

Berson (C.) et Botelho (V.) (2023), « *Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female* », *The ECB Blog*, BCE, 8 novembre.

Bodnár (K.) et Nerlich (C.) (2020), « *Les déterminants de l'augmentation du taux d'activité – le rôle des réformes des régimes de retraite* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

Consolo (A.), Dias da Silva (A.), Furbach (N.) et Gomez-Salvador (R.) (2026), « *Drivers of the labour force in the euro area* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

Commission européenne (2024), « *2024 Ageing Report Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)* », *Institutional papers*, n° 279, Commission européenne, avril.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (2023), « *Pensions at a Glance 2023* », OCDE, 13 décembre.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (2025), « *Pensions at a Glance 2025* », OCDE, 27 novembre.

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

Catherine Elding, Friderike Kuik, Aidan Meyler et Richard Morris

Cet encadré présente une synthèse des principales conclusions tirées des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 67 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. La plupart de ces échanges se sont déroulés entre le 23 mars et le 1^{er} avril 2026 ¹.

Les contacts interrogés ont fait état d'une bonne dynamique de l'activité au premier trimestre, avec peu de signes à ce jour d'une réaction de la demande à la guerre au Moyen-Orient. Même si quelques contacts ont noté un début d'année lent, l'activité a généralement été jugée bonne ou en amélioration au premier trimestre, globalement en ligne avec – ou au-dessus – des anticipations passées. La croissance reste principalement tirée par les services, mais les commandes et la production se redressent également de façon régulière dans le secteur manufacturier et la construction. Au-delà des zones de perturbation spécifiques directement liées aux évolutions au Moyen-Orient (c'est-à-dire les ventes dans/vers et les voyages vers/depuis/via la région), fin mars, les nouvelles commandes n'indiquaient pas encore de ralentissement connexe de l'activité.

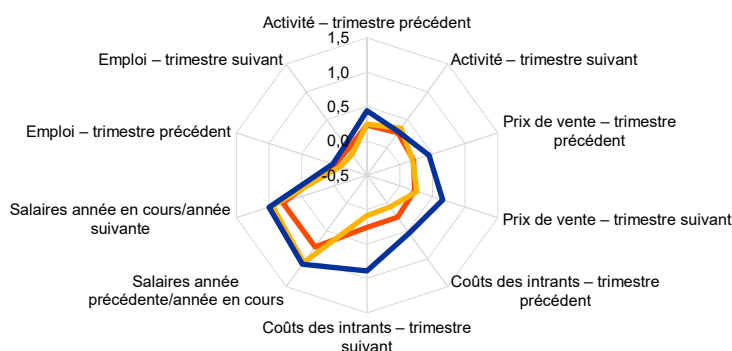
¹ Pour plus d'informations sur la nature et l'objectif de ces contacts, cf. Elding, Morris et Slavik (2021).

Graphique A

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

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

- Campagne actuelle
- Campagne précédente
- Moyenne historique



Source : BCE.

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

La croissance des dépenses de consommation a maintenu un rythme régulier, mais devrait se ralentir au cours des prochains mois.

Les fabricants et les détaillants de biens de consommation ont fait état d'une croissance modérée dans un environnement de concurrence intense. Les détaillants et les fournisseurs de produits alimentaires ont signalé une poursuite du déplacement de la demande en faveur des magasins « discount » par rapport aux grandes surfaces dans un contexte de niveau toujours élevé des prix des produits alimentaires. L'activité dans le secteur du commerce de détail de l'habillement a augmenté à un bon rythme au premier trimestre, mais avec un léger ralentissement après la période des soldes d'hiver, reflétant potentiellement un regain de prudence des consommateurs au vu de la situation au Moyen-Orient. Le marché de l'électroménager et de l'électronique grand public est resté difficile en raison d'une croissance modeste et de la concurrence de plus en plus forte des fabricants chinois. Cette concurrence affecte non seulement le marché des appareils à petit budget, mais aussi, récemment, les segments du haut de gamme et du luxe, avec la pénétration croissante d'appareils robotiques innovants en provenance de Chine. S'agissant des services aux consommateurs, les contacts dans le secteur des télécommunications ont signalé une croissance soutenue de la demande de services mobiles et de l'internet. Le transport aérien et le taux d'occupation des hôtels ont également augmenté à un bon rythme au cours des premiers mois de l'année. Toutefois, une baisse des réservations en mars a été signalée, ainsi que des préoccupations concernant la perte de touristes en provenance d'Asie et du Moyen-Orient, en particulier au cours de l'été.

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.

Sur la base des nouvelles commandes, les perspectives d'investissement ont continué de s'améliorer. Une forte croissance de la demande a été observée dans le secteur de la tech, induite par l'IA qui alimente la demande de logiciels et de services en nuage, ainsi que la construction de centres de données. La construction de centre de données en est encore largement à ses débuts en Europe, mais devrait prendre de l'ampleur au cours des deux prochaines années, compte tenu des préoccupations croissantes relatives à la souveraineté numérique. L'investissement dans les équipements de défense a augmenté très rapidement lui aussi, les entreprises actives dans ce secteur étant très positives quant à la manière dont les dépenses publiques se traduisent en nouvelles commandes. L'effet des hausses de dépenses d'infrastructure annoncées par le gouvernement fédéral allemand ne s'est en revanche pas encore répercuté sur l'activité dans la construction. Néanmoins, les projets d'infrastructure (transports, énergies renouvelables, bâtiments industriels et hôpitaux) soutiennent la croissance de l'activité dans la construction. De plus, l'investissement résidentiel se redresse lentement en Europe centrale et du Nord (sans toutefois être soutenu par les coûts élevés de construction) et augmente fortement dans le sud de l'Europe. La demande de machines et d'équipements est restée faible, mais est considérée comme ayant globalement atteint son point bas.

L'emploi s'est révélé relativement stable, avec des signes d'amélioration par rapport aux campagnes d'enquête récentes. Selon les personnes contactées, l'emploi augmente modérément dans la majeure partie du secteur des services, tout en continuant de se contracter dans une grande partie de l'industrie, avec toutefois les signes d'une stabilisation progressive. En cohérence avec ces tendances, après plusieurs trimestres de contraction, les agences de recrutement indiquent que leur activité a atteint un plancher – bien qu'à ce stade, elle n'ait été tirée que par un léger redressement de l'activité de placement temporaire plutôt que par des embauches permanentes. De nombreuses entreprises, y compris les agences de recrutement elles-mêmes, ont continué de signaler une optimisation des processus de travail au

moyen de l'IA, ce qui a entraîné des besoins en personnel plus faibles et différenciés.

Avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, la croissance des prix de vente est restée modérée. Dans le secteur manufacturier et dans le commerce de détail hors produits alimentaires, en particulier, les prix ont été contenus par les niveaux encore relativement bas de la demande des consommateurs et de l'industrie, conjugués à une concurrence intense, en particulier de la part des importations chinoises. Un nombre relativement restreint de secteurs ont affiché des hausses de prix significatives. Ces secteurs comprennent le tourisme, les services liés à l'IA, les semi-conducteurs, l'aérospatiale et la défense (qui ont tous enregistré une forte croissance de la demande) et l'acier (en raison principalement de l'introduction à venir de nouveaux quotas d'importation et droits de douane dans l'UE et en partie du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières). S'agissant des prix des produits alimentaires, le tableau est contrasté. Les conditions météorologiques extrêmes tendent toujours à exercer des pressions à la hausse sur les prix des fruits et légumes. Toutefois, les prix de la viande, du café, du cacao et des produits alimentaires transformés ont été vus comme se stabilisant ou se modérant légèrement.

La flambée du prix du pétrole en mars s'est rapidement transmise aux prix de vente des biens et services les plus dépendants du pétrole, mais la transmission plus large pourrait se révéler plus progressive que par le passé. Selon les contacts des secteurs du transport aérien, de la logistique, des produits chimiques, des plastiques et de l'emballage, des hausses des prix de vente, souvent à deux chiffres, ont déjà été mises en œuvre en mars ou annoncées pour le deuxième trimestre. Dans certains cas, cela a été facilité par des clauses contractuelles prévoyant des ajustements automatiques en réponse au renchérissement de l'énergie. Ces clauses sont plus courantes que lorsque la Russie a envahi l'Ukraine, les entreprises ayant tiré les enseignements de cette expérience. Dans le même temps, les entreprises – les grandes entreprises au moins – ont eu tendance à être mieux couvertes qu'en 2022 contre les fluctuations des prix de l'énergie. Cette couverture devrait en limiter légèrement l'impact à court terme, la transmission du renchérissement de l'énergie étant moins directe pour ces entreprises, dans la mesure où elle s'effectue principalement ou uniquement via de plus petits fournisseurs non couverts à la recherche de prix des intrants plus élevés.

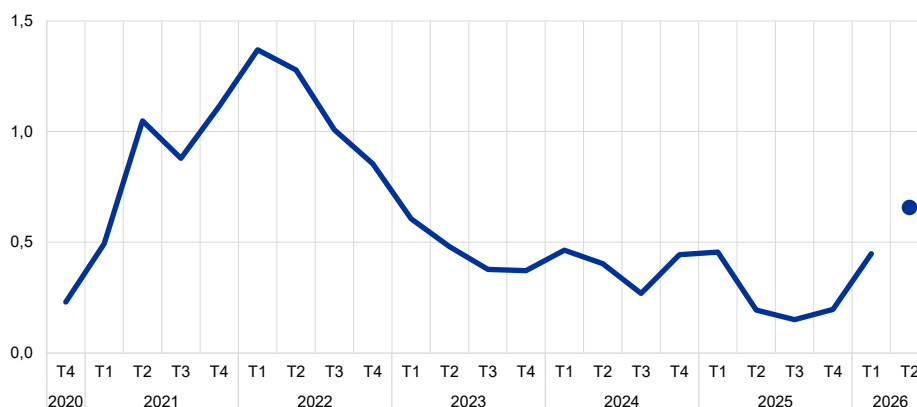
Si la guerre au Moyen-Orient n'est pas conclue rapidement, cependant, elle entraînera probablement des perturbations des chaînes d'approvisionnement, exerçant ainsi de nouvelles fortes pressions à la hausse sur les prix et réduisant la demande. Un conflit qui se compterait en mois plutôt qu'en semaines – avec la poursuite du blocage du détroit d'Ormuz et/ou de nouvelles attaques contre les infrastructures pétrolières et gazières – entraînerait des pénuries mondiales non seulement de carburant, mais aussi de nombreux produits dont la fabrication nécessite des dérivés du pétrole. Des préoccupations particulières entourent les pénuries potentielles d'hydrogène, utilisé dans la production d'engrais, et d'hélium, utilisé pour le refroidissement des plaquettes (*wafers*) dans la production de semi-conducteurs, ainsi que pour le soudage du cuivre et du nickel

dans de nombreuses industries de haute technologie. Une perturbation de l'offre de cette nature pourrait générer des tensions inflationnistes plus proches de celles observées pendant la pandémie de COVID-19, mais plusieurs facteurs d'atténuation ont été observés. Premièrement, contrairement à ce qui s'est passé pendant la pandémie, la demande mondiale est perçue comme faible, en particulier compte tenu de l'atonie de la demande intérieure en Chine. Deuxièmement, il n'y aurait pas de transferts brusques entre la consommation de biens et celle de services. Troisièmement, le soutien apporté par la politique budgétaire sera probablement plus limité. Enfin, à la suite de différents chocs ces dernières années, les chaînes d'approvisionnement sont devenues plus résilientes et plus adaptables. Pour la plupart des sociétés contactées, la principale préoccupation est l'impact que la guerre aura sur la confiance des consommateurs et, par conséquent, sur la demande finale des consommateurs.

Graphique C

Opinions sur les évolutions et les perspectives en matière de prix

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



Source : BCE.

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

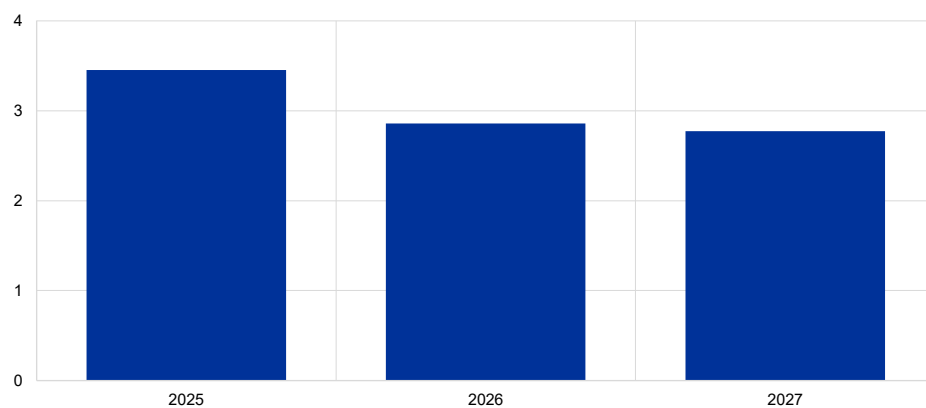
Les sociétés contactées ont continué d'anticiper une modération de la croissance des salaires.

En moyenne, les indications quantitatives fournies impliquent un ralentissement de la croissance des salaires, de 3,5 % en 2025 à 2,9 % en 2026 puis à 2,8 % en 2027. Ces perceptions et anticipations sont légèrement plus élevées que lors de la précédente campagne d'enquête, ce qui peut en partie refléter une composition différente du panel plutôt qu'une modification des perspectives. Toutefois, quelques contacts (environ 10 %) ont légèrement revu à la hausse leurs anticipations pour 2027 compte tenu de la guerre au Moyen-Orient, tandis qu'un nombre plus important (environ 30 %) considèrent cette dernière comme un risque à la hausse.

Graphique D

Évaluation quantitative de la croissance des salaires

(pourcentages)



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 60, 61 et 42 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.

Quoi de neuf côté IPCH ? La mise à jour 2026 de la classification et ses implications pour l'analyse de l'inflation

Martin Eiglsperger, Katalin Bodnár, Rania Bouhaouita Haddad et Elisabeth Wieland

La publication de l'IPCH de janvier 2026 a introduit un changement majeur dans la manière dont les produits de consommation sont classés. L'IPCH, que la Banque centrale européenne (BCE) utilise comme principale mesure de l'inflation dans la zone euro, sert de référence pour évaluer la stabilité des prix, principal objectif de la politique monétaire de la BCE. Une caractéristique essentielle de l'IPCH est la disponibilité d'indices de prix détaillés par produit – avec des produits classés par fonction de consommation – et d'indices agrégés prédéfinis, par exemple pour les produits alimentaires (non transformés et transformés), l'énergie, les biens industriels non énergétiques et les services. La classification de l'IPCH est fondée sur la classification des fonctions de consommation des ménages (*Classification of Individual Consumption according to Purpose*, COICOP), qui a été introduite en 1999 et affinée par la suite au niveau européen en tant que COICOP européenne (ECOICOP) ¹. Une mise à jour complète de l'IPCH a été effectuée à compter de janvier 2026, alignant la classification européenne sur la norme internationale COICOP 2018 afin d'établir l'ECOICOP version 2. En outre, la nouvelle année de référence pour l'IPCH est 2025 = 100, en remplacement de la période précédente 2015 = 100. L'agrégat de la zone euro a également été étendu à la Bulgarie, à la suite de son entrée dans la zone euro le 1^{er} janvier 2026 ².

Un objectif majeur du reclassement des composantes de l'IPCH était de parvenir à une séparation plus claire entre les biens et les services. La nouvelle classification de l'IPCH permet une délimitation plus fine des services, dont certains étaient auparavant inclus dans les biens. Par exemple, alors que les frais de livraison étaient auparavant inclus dans le prix total des biens livrés, ils sont désormais classés séparément en tant que service. Les frais de livraison de biens facturés séparément sont classés dans « Livraison de biens » ³. Il existe également une catégorie « Services de courrier et de livraison de colis » pour les achats en ligne livrés par une société de courrier ou de livraison de colis indépendante ⁴. Les services de réparation, de maintenance, de location et d'installation sont désormais répertoriés séparément, et le matériel et les logiciels informatiques sont passés de « Loisirs et culture » à « Information et communication ». Les services d'assurance

¹ La classification des Nations unies par fonction de consommation, qui a été établie pour la première fois dans les IPCH en 1999 et mise à jour en 2018, est la référence mondiale pour la classification de la consommation privée. Cf. Eurostat (2026) pour plus d'informations sur les modifications apportées à la classification.

² Le poids de la Bulgarie dans l'IPCH de la zone euro est d'environ 0,9 % en 2026. L'inclusion de la Bulgarie dans l'IPCH « tous postes » de la zone euro n'a donc pas eu d'impact significatif.

³ Le poids de la catégorie « Livraison de biens » dans l'IPCH de la zone euro est d'environ 0,15 % en 2026.

⁴ Le poids de la catégorie « Services de courrier et de livraison de colis » dans l'IPCH de la zone euro est d'environ 0,7 % en 2026.

et les services financiers ont été séparés des autres services à la personne. La nouvelle classification de l'IPCH s'aligne désormais davantage sur les normes internationales, les jeux de hasard (tels que les loteries, les paris et les jeux) étant inclus comme nouvelle composante ⁵.

La nouvelle classification n'a pas affecté l'inflation totale ni entraîné de modifications majeures des principaux agrégats de l'IPCH. Même si, en principe, un recalcul utilisant l'ECOICOP version 2 aurait conduit à des ajustements des taux d'inflation totale, les statisticiens européens ont laissé inchangés les taux de l'inflation totale mesurée par l'IPCH ⁶. Quelques différences mineures (jusqu'à 0,1 point de pourcentage) se sont matérialisées dans les taux de variation annuels de l'IPCH « tous postes » pour la zone euro. Toutefois, ces différences reflètent uniquement l'impact des arrondis, qui ont été appliqués lors de la mise à jour de l'année de référence de l'indice, de 2015 à 2025 ⁷. Au niveau des sous-composantes, le recalcul des données historiques à l'aide de la nouvelle classification a entraîné des modifications des indices de prix et des pondérations, l'impact le plus important étant observé dans les agrégats des composantes alimentaires. Dans la catégorie alimentation, certains aliments réfrigérés et congelés sont désormais classés comme non transformés plutôt que transformés. Par conséquent, la hausse des prix des produits alimentaires non transformés sur la base de la nouvelle classification est légèrement moins volatile (graphique A, partie a). La révision absolue maximum des taux mensuels annuels s'élève à environ 1,2 point de pourcentage pour les produits alimentaires non transformés et 0,3 point de pourcentage pour les produits alimentaires transformés. Pour les autres principales composantes (énergie, biens industriels non énergétiques et services), la révision absolue maximum est comprise entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage seulement (graphique A, partie b).

⁵ Cf. [Règlement délégué \(UE\) 2024/3159 de la Commission](#) du 2 septembre 2024 modifiant le règlement (UE) 2016/792 du Parlement européen et du Conseil relatif aux indices des prix à la consommation harmonisés et à l'indice des prix des logements en ce qui concerne la classification de la consommation et l'inclusion des jeux de hasard. Le poids des jeux de hasard est d'environ 1 % dans l'IPCH de la zone euro en 2026, avec une fourchette comprise entre 0,01 % (Irlande) et 3,12 % (Chypre) dans les différents pays de la zone euro. Selon l'évaluation préliminaire fondée sur les données de l'IPCH pour la période allant de janvier à mars 2026, l'impact des jeux de hasard sur la composante services de l'IPCH est négligeable. Les logements occupés par leur propriétaire (LOP) n'ont pas encore été inclus dans la nouvelle classification de l'IPCH. Les statisticiens européens travaillent sur diverses approches pour le traitement des LOP dans les indices des prix à la consommation. Cf. BCE (2025).

⁶ Les éventuelles différences résultant de l'agrégation ascendante dans l'ECOICOP version 2 ont été réparties entre les composantes, afin de maintenir inchangé le taux d'inflation total mesuré par l'IPCH.

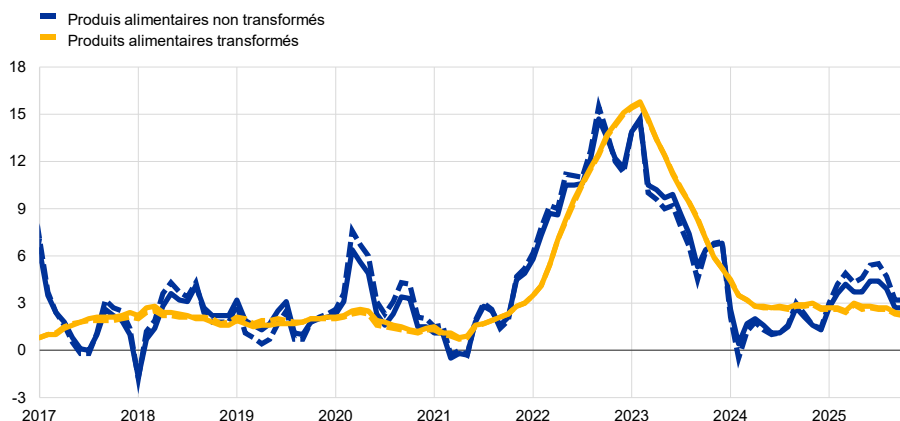
⁷ Même si les taux d'inflation totaux mesurés par l'IPCH n'ont pas été affectés par le rétrocalcul selon la nouvelle classification, le changement de l'année de référence de 2015 à 2025 en conjonction avec les règles d'arrondi de l'IPCH a entraîné de légères modifications des données historiques de l'IPCH « tous postes ». Des corrections mineures pourraient encore être apportées à la série historique courant 2026.

Graphique A

ECOICOP version 1 versus ECOICOP version 2 : révisions par principales composantes de l'IPCH

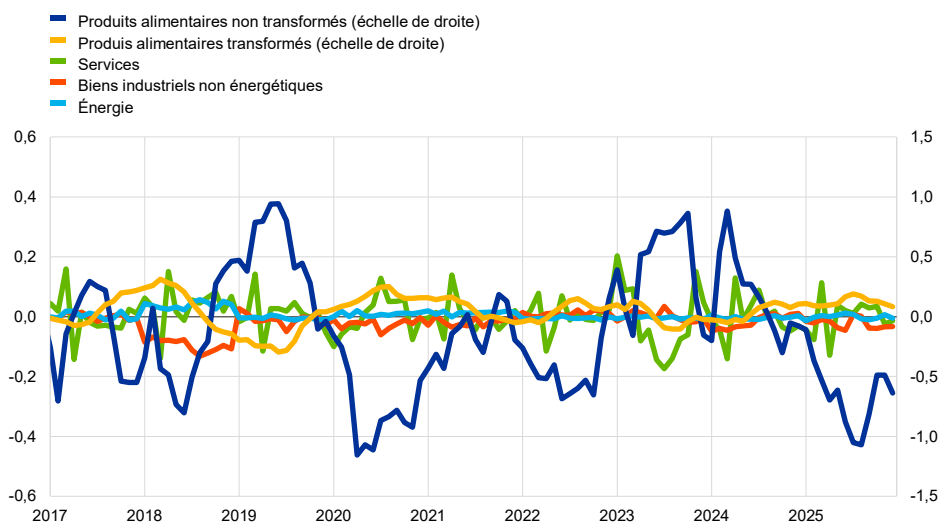
a) Taux de variation annuels des produits alimentaires de l'IPCH dans l'ECOICOP version 1 et version 2

(en pourcentages)



b) Révisions des taux de variation annuels de l'IPCH dans l'ECOICOP version 2, par composante de l'IPCH

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : les lignes continues se rapportent à l'ECOICOP version 2 ; les lignes en pointillés se rapportent à l'ECOICOP version 1. Parties a) et b) : les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

Les modifications de la classification de l'IPCH ont également affecté les mesures de l'inflation sous-jacente, entraînant de légères révisions des indicateurs permanents et des indicateurs temporaires reposant sur des exclusions, tout en laissant leur dynamique générale globalement inchangée.

La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente suivis par la BCE comprend des indicateurs permanents et des indicateurs temporaires reposant sur des exclusions ainsi que des indicateurs fondés sur des modèles ⁸. Dans l'ensemble, le

⁸ Cf. Bańbura *et al.* (2023).

recalcul effectué à l'aide de la nouvelle classification n'a eu que des effets mineurs sur les indicateurs permanents et les indicateurs temporaires reposant sur des exclusions. Par exemple, les données historiques relatives à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX), à l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages aériens, habillement et chaussure (IPCHXX) et aux indicateurs à moyenne tronquée (*trimmed mean*) ont très peu évolué ⁹. Pour ces indicateurs, la révision absolue maximum est d'environ 0,2 point de pourcentage pour les taux de croissance mensuels en glissement annuel. En revanche, la médiane pondérée présente des révisions légèrement plus importantes, atteignant jusqu'à 0,4 point de pourcentage pour certains mois. La fourchette de mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des exclusions qui en résulte est à peine affectée par un recalcul des données historiques (graphique B, partie a).

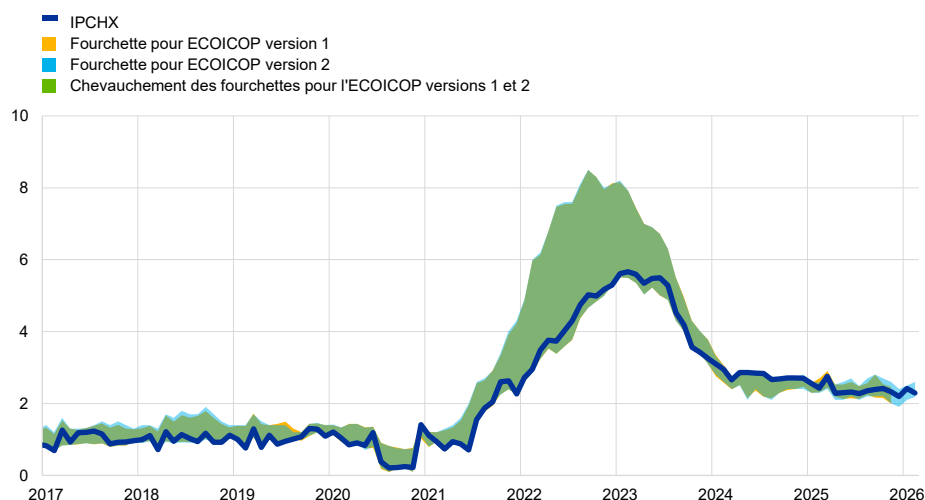
⁹ Comparaison des indicateurs de 2001 jusqu'au dernier point de données disponible.

Graphique B

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

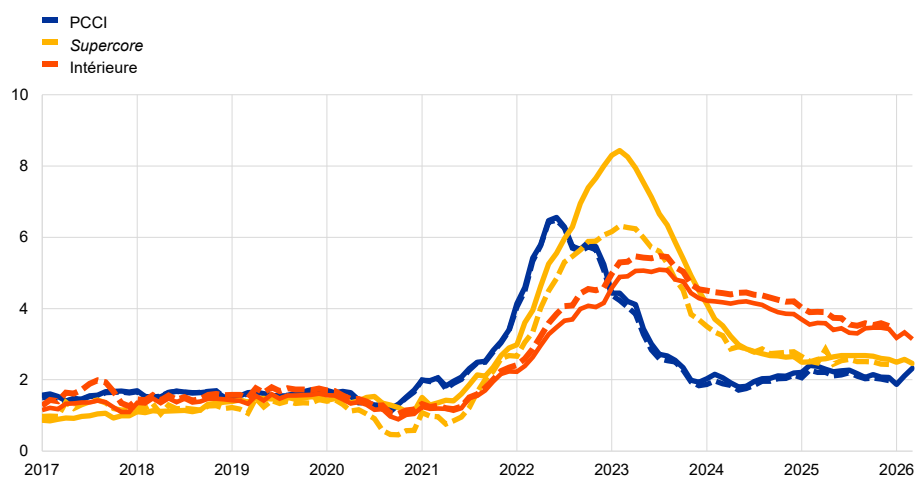
a) Fourchette de mesures reposant sur des exclusions

(variation annuelle en pourcentage)



b) Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation, PCCI*), *Supercore* et inflation intérieure

(variation annuelle en pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette de mesures reposant sur des exclusions couvre les mesures de l'inflation sous-jacente suivantes : IPCH hors énergie et produits alimentaires, IPCH hors énergie, IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages aériens, habillement et chaussure, moyennes tronquées (10 % et 30 %) et médiane pondérée. Partie b) : les lignes continues se rapportent à l'ECOICOP version 2 ; les lignes en pointillés se rapportent à l'ECOICOP version 1. Les dernières observations se rapportent à décembre 2025 pour l'ECOICOP version 1 et à mars 2026 pour l'ECOICOP version 2.

La PCCI et l'inflation intérieure ont peu évolué à la lumière de la nouvelle classification, tandis que les révisions plus importantes de l'indicateur *Supercore* reflètent principalement un ajustement de la méthodologie sous-jacente (graphique B, partie b). La PCCI capture les composantes persistantes et communes des postes à quatre chiffres de l'IPCH provenant de l'ECOICOP pour 12 pays de la zone euro ¹⁰. Elle n'a pas été affectée de manière significative par

¹⁰ Cf. Bañbura et Bobeica (2020)

l'introduction de l'ECOICOP version 2, bien qu'elle repose désormais sur un ensemble plus large de composantes. L'inflation intérieure recouvre les composantes de l'IPCHX à faible contenu en importations. Outre le reclassement, cet indicateur a également été actualisé à l'aide d'informations plus récentes sur les parts des importations. Ensemble, les deux mises à jour aboutissent à un seuil d'inclusion différent, mais l'indicateur n'a été révisé que modérément au cours des dernières années. En revanche, l'indicateur *Supercore* – une approximation de l'inflation cyclique – a été révisé dans une plus large mesure. Si une partie du changement de l'indicateur peut être attribuée au passage à la version 2 de l'ECOICOP, l'impact le plus important résulte d'un ajustement de la méthode d'estimation elle-même, qui a été mis en œuvre parallèlement au changement de classification ¹¹. Auparavant, les composantes cycliques étaient identifiées à l'aide de l'écart de production dans un cadre fondé sur des prévisions ¹². Dans l'approche révisée, les composantes cycliques sont identifiées en fonction de l'importance du signe et de la significativité statistique du coefficient relatif à l'orientation du cycle d'activité dans les régressions de la courbe de Phillips, estimées à l'aide de l'écart de chômage au cours de la période d'échantillonnage précédant la pandémie de COVID 19. Ces estimations sont fondées sur les composantes de l'IPCHX de l'ECOICOP version 2. Même si la dynamique globale n'a pas changé de manière significative (par exemple, les deux versions ont atteint un pic au même moment), la mesure *Supercore* actualisée et réévaluée affiche des pics légèrement plus élevés en période de tensions sur les marchés du travail que la version précédente.

Globalement, l'introduction d'ECOICOP version 2 est bénéfique pour le suivi et la prévision de l'inflation. L'IPCH amélioré fournit une représentation plus exacte des évolutions des prix à la consommation, reflétant les évolutions plus récentes des profils de consommation et des structures de marché. En établissant une séparation plus claire entre les biens et les services, la nouvelle classification permet d'identifier plus facilement les déterminants de l'inflation et de capturer plus précisément les parts des dépenses de consommation, par exemple dans le cas des frais de livraison et des jeux de hasard. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente n'ont été que marginalement affectées par les modifications de la classification, et leur dynamique générale reste globalement inchangée.

¹¹ La méthodologie révisée pour l'inflation intérieure et *Supercore* sera publiée prochainement (Bodnár *et al.*, 2026). Le précédent indicateur de l'inflation intérieure incluait 29 composantes sur 94 de l'IPCH, tandis que l'indicateur actualisé inclut 53 composantes sur 118 de l'IPCHX. Il repose également sur une composition constante, contrairement à l'approche précédente, où la composition pouvait changer d'une année à l'autre si les parts d'importations changeaient. Dans le cas de *Supercore*, alors que l'approche précédente identifiait 47 composantes cycliques sur 72 composantes de l'IPCHX au niveau à quatre chiffres de la COICOP, l'approche révisée identifie 29 composantes cycliques sur 118 composantes de l'IPCHX. Étant donné que l'ECOICOP version 2 introduit une classification plus détaillée des composantes de l'IPCH et modifie la dynamique de certaines séries chronologiques, une simple comparaison des composantes cycliques à l'aide de l'ancienne et de la nouvelle classification ne serait pas pertinente.

¹² Cf. O'Brien (2018).

Bibliographie

Bañbura (M.) et Bobeica (E.) (2020), « *PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area* », *Statistics Paper Series*, n° 38, BCE, 2020.

Bañbura (M.), Bobeica (E.), Bodnár (K.), Fagandini (B.), Healy (P.) et Paredes (J.), (2023) « *Les mesures de l'inflation sous-jacente : un guide d'analyse pour la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Bodnár (K.), Höynck (C.), Fagandini (B.), Healy (P.) et Rousseau (F.) (2026), « *Domestic and cyclical inflation in the euro area* », *Statistics Paper Series*, BCE, à paraître.

Banque centrale européenne (BCE) (2025), « *An overview of the ECB's monetary policy strategy – 2025* », BCE, juin.

Eurostat, « *Questions et réponses sur les améliorations apportées à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) qui prendront effet en janvier 2026* », Luxembourg, 25 février 2026.

O'Brien (D.) (2018), « *La mesure Supercore de l'inflation sous-jacente* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Articles

1 Droits de douane et investissements directs étrangers – une relation nuancée

Isabella Moder, Tajda Spital, Virginia Di Nino, Lorenz Emter et Michael Fidora

Les droits de douane sont redevenus un levier d'action essentiel dans un contexte de montée du protectionnisme, ce qui suscite des débats quant à leur impact sur les investissements directs étrangers. Si les droits de douane sont généralement associés à la restriction des échanges commerciaux et à la protection des secteurs d'activité nationaux, certains pays – dont les États-Unis – y ont récemment eu recours dans le cadre d'une stratégie industrielle plus globale ¹. De telles mesures stratégiques visent à redéfinir les structures mondiales de production, à renforcer la résilience économique et à remédier à la fragmentation géopolitique en cherchant à attirer des entrées d'investissements directs étrangers (IDE) dans le pays imposant les droits de douane ². Toutefois, l'efficacité des droits de douane pour attirer les IDE, en particulier dans le secteur manufacturier, reste discutable compte tenu des éléments contrastés qui ressortent de la littérature empirique.

La relation entre les droits de douane et les IDE est ambiguë et dépend fortement du type d'investissement direct. Les droits de douane peuvent favoriser des IDE « de contournement tarifaire » (*tariff-jumping*) visant à contourner les barrières commerciales, mais ils peuvent également accroître les coûts de production pour les entreprises qui dépendent des chaînes d'approvisionnement transfrontières, décourageant par conséquent l'investissement. Ce double effet varie selon qu'il s'agit d'IDE s'adressant aux marchés locaux ou tirant parti des économies de coûts réalisées via les chaînes de valeur mondiales. Comprendre cette interaction est crucial pour évaluer l'effet des politiques relatives aux droits de douane.

¹ Par exemple, des barrières commerciales élevées ont été appliquées entre les années 1950 et les années 1980, lorsque le Brésil et la Chine ont cherché des substituts à l'importation et qu'une protection des marchés spécifique à certains secteurs a été mise en place par la Chine dans les années 1990 et 2000. Les mesures commerciales prises par les États-Unis, telles que les limitations volontaires des exportations imposées à leurs fournisseurs dans les années 1980 et les droits de douane « Section 232 » et « Section 301 » introduits en 2018, ont été utilisées pour encourager la production locale par des entreprises étrangères.

² Les informations récentes suggèrent que la montée de la fragmentation géopolitique redéfinit de plus en plus la structure mondiale des investissements directs à l'étranger (IDE), les entreprises redirigeant leurs investissements vers des pays géopolitiquement alignés. Cf. également Boeckelmann *et al.* (2024).

Le présent article examine l'impact des droits de douane sur les IDE *greenfield* et en explore les implications pour la zone euro ³. Dans la section 1, l'analyse

s'appuie sur des données empiriques sur la période comprise entre 2016 et 2023 pour évaluer comment les différents niveaux d'intensité des droits de douane influencent les projets d'IDE *greenfield* nouvellement annoncés, en particulier dans le secteur manufacturier ⁴. En l'absence de données sur les flux réels d'IDE *greenfield* bilatéraux, l'analyse utilise des données issues des projets annoncés. La corrélation entre projets annoncés et réalisés est forte. Elle a toutefois deux limites notables. Premièrement, elle n'enregistre que les projets annoncés et n'assure pas le suivi de leur mise en œuvre effective. Même si les données relatives aux projets annoncés donnent des indications relativement exactes sur les décisions prospectives des entreprises en matière d'investissements, ces données peuvent surestimer le nombre de projets d'IDE *greenfield* effectivement réalisés si les politiques commerciales liées sont perçues comme transitoires ou susceptibles d'être inversées (cf. également la section 2). Deuxièmement, l'ensemble des données concernées ne fournit pas d'informations sur de potentiels désinvestissements, ce qui pourrait être une réaction pertinente au relèvement des barrières commerciales. La section 2 de cet article examine les IDE entrants et sortants aux États-Unis à la suite des annonces relatives aux droits de douane de 2025 lors du second mandat du président Trump, afin de comprendre comment les politiques récentes axées sur les droits de douane peuvent influencer sur les flux d'IDE. Le renforcement des barrières commerciales par les États-Unis, introduit avec pour but explicite d'attirer dans le pays la production et les investissements, fait peser des risques concrets sur la zone euro, car les IDE sortants peuvent supplanter les investissements intérieurs et réduire le commerce bilatéral. Dans ce contexte, l'encadré 1 documente la manière dont les IDE *greenfield* avec des partenaires de plus grande taille et plus éloignés peuvent se substituer aux exportations, et l'encadré 2 illustre des épisodes passés pendant lesquels les IDE sortants ont évincé les investissements intérieurs dans la zone euro.

1 L'impact des hausses des droits de douane sur les investissements directs étrangers *greenfield*

Même si les droits de douane sont conçus pour restreindre les échanges commerciaux entre pays, leur effet sur les IDE *greenfield* est incertain et dépend également de l'interaction entre ces investissements et le commerce extérieur. Sur la base de facteurs tels que les coûts de transport, les barrières

³ Les flux d'IDE « *greenfield* » font référence à des investissements étrangers réalisés par des entreprises en vue de créer de nouvelles capacités de production ou d'accroître des capacités existantes. En tant que tels, ils apparaissent comme la composante la plus étroitement associée aux évolutions économiques, et présentent donc un intérêt particulier pour les décideurs. En revanche, les fusions et acquisitions transfrontières impliquent des changements de propriété, tels que des acquisitions, des cessions et des restructurations d'entreprises, et ont une incidence économique moins directe.

⁴ L'analyse est principalement fondée sur un ensemble de données fourni par fDi Markets. Les données sont principalement collectées auprès de sources d'informations publiques (comme les médias, les organisations professionnelles et les fils de presse des agences de promotion de l'investissement) et fournissent des informations à l'échelle des investissements pour plus de 300 000 annonces d'IDE *greenfield* entre 186 pays depuis janvier 2003.

commerciales, la stabilité des marchés et les gains de productivité, les entreprises peuvent avoir à choisir entre exporter ou investir à l'étranger. L'exportation est souvent privilégiée dans des scénarios caractérisés par des coûts modérés et une demande incertaine, tandis que les IDE sont souvent le choix stratégique préféré sur les marchés de grande taille et stables présentant des barrières commerciales élevées. Cependant, lorsque les économies d'échelle favorisent la concentration géographique de certaines étapes de la production et que le processus devient fragmenté au-delà des frontières, le commerce et les IDE peuvent se compléter plutôt que se substituer, encourageant l'interconnexion des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Les droits de douane peuvent stimuler ou freiner les flux d'IDE *greenfield*, selon que ces investissements visent à approvisionner les marchés locaux (IDE horizontaux) ou à tirer parti des économies de coûts (IDE verticaux).

Lorsque les entreprises décentralisent leur production à l'international pour tirer parti d'économies de coûts ou d'une expertise spécifique, les IDE *greenfield* ont tendance à venir en complément du commerce, à mesure que les échanges transfrontières de biens intermédiaires augmentent ⁵. Toutefois, les IDE *greenfield* sont plus susceptibles d'être pénalisés par les droits de douane quand le commerce transfrontière de biens intermédiaires devient plus onéreux. En revanche, lorsque les entreprises investissent à l'étranger avant tout pour répondre à la demande locale, pour contourner les barrières commerciales ou pour réduire les coûts de transport, des droits de douane plus élevés ont tendance à stimuler les IDE *greenfield*, avec pour but de remplacer les exportations (Cole et Davies, 2011).

L'impact des hausses des droits de douane sur les projets d'IDE *greenfield* est testé empiriquement à l'aide d'un modèle de gravité, le modèle canonique dans la littérature pour l'étude des déterminants des IDE. Pour analyser l'impact des hausses des droits de douane sur les nouveaux projets d'IDE *greenfield*, des équations bilatérales de gravité sont estimées sur un échantillon mondial de 36 218 paires de pays (autrement dit, 182 pays sources par 199 pays destinataires) sur la période allant de 2016 à 2023 ⁶. L'analyse porte exclusivement sur les hausses brutes des droits de douane, tandis que les potentielles libéralisations tarifaires simultanées ne sont pas prises en compte. Ce choix reflète l'anticipation d'une réponse asymétrique des IDE : même si les hausses des droits de douane peuvent encourager les IDE de contournement tarifaire et si les libéralisations tarifaires pourraient dans une certaine mesure réduire le nombre de nouveaux projets d'IDE *greenfield*, l'impact n'est probablement pas de la même ampleur. Au-delà des hausses des droits de douane, les régressions incluent également des

⁵ Cf. Brainard (S.L.) (1997), « *An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-off Between Multinational Sales and Trade* », *American Economic Review*, vol. 87, n° 4, p. 520-544. Cf. Markusen (J.R.) (1995), « *The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 2, p. 169-189. Cf. Markusen (J.R.) et Maskus (K.E.) (2002), « *Discriminating Among Alternative Theories of the Multinational Enterprise* », *Review of International Economics*, vol. 10, n° 4, p. 694-707.

⁶ Les détails techniques du cadre de régression peuvent être consultés dans Moder et Spital (2025).

mesures pour les dispositions commerciales non tarifaires néfastes, ainsi que des variables muettes pour les accords commerciaux préférentiels et les IDE intra-UE ⁷.

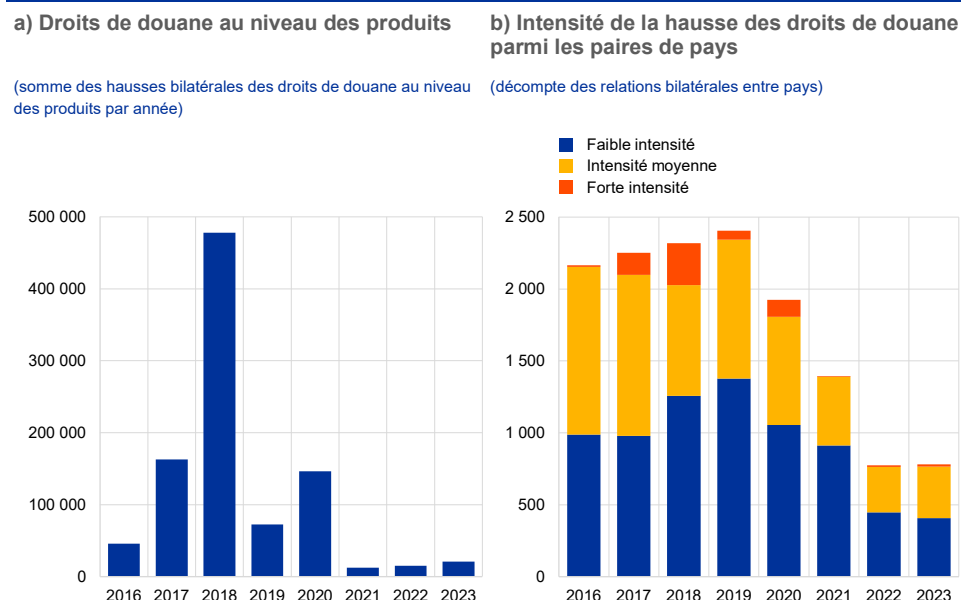
Pour identifier les hausses de droits de douane et prendre en compte les asymétries potentielles, une distinction est faite entre les hausses des droits de douane de faible, moyenne et forte intensité. Les données bilatérales relatives à la politique commerciale au niveau des produits issues de la base de données Global Trade Alert sont utilisées pour mesurer les hausses des droits de douane ⁸. Leur distribution est très asymétrique : pour plus de 90 % des observations, aucune hausse des droits de douane n'a eu lieu sur une année donnée. Les hausses effectives des droits de douane sont classées selon trois catégories en fonction de leur distribution : une hausse est de faible intensité jusqu'au 95^e percentile de la distribution (une à trois hausses des droits de douane au niveau des produits en un an). Une hausse d'intensité moyenne correspond à l'intervalle de la distribution compris entre le 96^e et le 99^e percentile (entre quatre et 1 541 hausses des droits de douane au niveau des produits en un an). Enfin, les hausses bilatérales des droits de douane au niveau des produits au 100^e percentile (plus de 1 541 sur une année donnée) sont classées comme des hausses de forte intensité. Au cours de la période d'échantillonnage, le nombre de mesures liées aux droits de douane a atteint un pic en 2018 (graphique 1, partie a). Plus de la moitié de toutes les paires de pays ont enregistré des hausses des droits de douane de faible intensité, tandis que les hausses d'intensité moyenne étaient moins fréquentes et que les chocs de forte intensité étaient rares, et observés principalement en 2018 (graphique 1, partie b).

⁷ Les régressions incluent également les effets fixes d'origine-temps, de destination-temps et de paires de pays pour tenir compte de l'hétérogénéité non observée. Par exemple, les effets fixes d'origine-temps et de destination-temps capturent les déterminants macroéconomiques des IDE tels que la croissance du PIB, tandis que les effets fixes par paires de pays tiennent compte de caractéristiques bilatérales stables dans le temps telles que la distance ou une langue commune.

⁸ Les sources de données publiques sur les prévisions de droits de douane, telles que la World Integrated Trade Solution (WITS), ont des limites importantes, car elles ne prennent pas en compte les taux bilatéraux des droits de douane lorsque les variations sont temporaires, suivent des motifs politiques ou sont mises en œuvre en vertu du droit national en matière de commerce, ce qui a été le cas lors du premier mandat du président Trump. Ainsi, en l'absence de taux effectifs des droits de douane, l'incidence des hausses des droits de douane est comptabilisée sur l'ensemble des produits.

Graphique 1

Nombre de hausses des droits de douane au niveau des produits et intensité parmi les paires de pays



Sources : Global Trade Alert et calculs de la BCE.

Notes : La partie a) montre la somme de toutes les hausses bilatérales des droits de douane au niveau des produits, agrégées par année. La partie b) montre l'intensité des hausses bilatérales des droits de douane pour chaque année, chaque couple de pays étant comptabilisé comme représentant une observation pour l'année donnée. Les hausses des droits de douane sont classées selon leur distribution : avec une hausse de faible intensité jusqu'au 95^e percentile, une hausse d'intensité moyenne entre le 96^e et le 99^e percentile, et une hausse de forte intensité au 100^e percentile de la distribution.

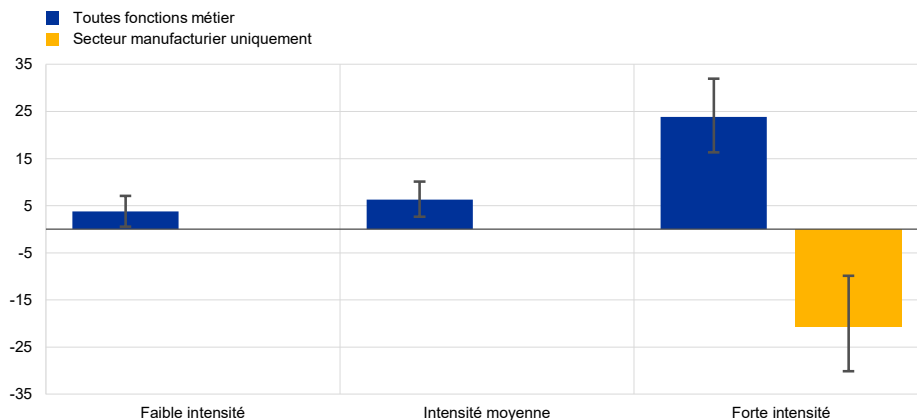
Nos résultats montrent que, dans l'ensemble, les hausses des droits de douane sont associées à une augmentation des annonces d'IDE *greenfield*, ce qui soutient l'idée selon laquelle les entreprises réagissent aux barrières commerciales en investissant dans le pays à l'origine de la hausse des droits de douane (graphique 2). Les hausses tarifaires sont associées à une augmentation globale des projets d'IDE *greenfield* dans le pays à l'origine de la hausse, suggérant que les motifs de contournement tarifaire dominent dans le résultat agrégé. Une hausse de faible intensité mène à une augmentation des annonces de projets d'IDE *greenfield* d'environ 4 % au cours de l'année suivante. Une hausse d'intensité moyenne accroît le nombre d'annonces de projets d'IDE *greenfield* d'environ 6 %, en moyenne, et une hausse de forte intensité fait grimper ce nombre à environ 24 %, en moyenne, à la fois l'année précédant la mise en œuvre effective de la hausse des droits de douane et l'année suivant la hausse, ce qui met en évidence des effets d'anticipation ou d'annonce ⁹.

⁹ Si aucune distinction n'est faite entre l'intensité des hausses des droits de douane, c'est-à-dire si la même variable muette est employée pour tous les types de hausse, le modèle suggère qu'une hausse tarifaire mène à une augmentation des annonces de projets d'IDE *greenfield* d'environ 4 % à la fois l'année précédant la hausse et l'année suivant la hausse.

Graphique 2

Impact des hausses tarifaires sur le nombre d'annonces de projets d'IDE *greenfield*

(semi-élasticités, en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre des semi-élasticités estimées calculées à partir des coefficients de régression obtenus à l'aide du pseudo-maximum de vraisemblance de Poisson, qui relie le nombre de projets d'IDE *greenfield* à des variables muettes relatives aux hausses tarifaires. Les semi-élasticités sont calculées à partir des coefficients estimés afin de représenter la variation en pourcentage du nombre attendu de nouveaux projets d'IDE associés à une hausse des droits de douane. Les résultats sont présentés séparément pour les projets dans toutes les fonctions métier (barres bleues) et pour les projets manufacturiers uniquement (barre jaune). Les coefficients positifs indiquent que des droits de douane plus élevés sont associés à une hausse du nombre de projets (en cohérence avec un comportement de contournement tarifaire), tandis que les coefficients négatifs impliquent une baisse du nombre de projets (correspondant à des motifs de recherche d'efficacité). Seules les valeurs statistiquement significatives avec un niveau de confiance d'au moins 90 % sont affichées. Les barres d'erreur indiquent l'intervalle de confiance à 90 % correspondant.

Toutefois, le sens de l'impact s'inverse lorsqu'on se concentre uniquement sur les IDE manufacturiers. L'ensemble de données relatives aux annonces d'IDE *greenfield* apporte des informations sur la fonction métier de chaque projet, définie comme l'activité qui sera exercée sur le nouveau site une fois celui-ci établi.

L'activité manufacturière correspondant à une catégorie d'investissement souvent prioritaire pour les décideurs, l'analyse précédente est répétée en se focalisant sur les seuls projets manufacturiers. Si l'impact des hausses des droits de douane de faible et moyenne intensité devient insignifiant, le sens de l'impact des hausses de forte intensité s'inverse et devient extrêmement négatif, avec une baisse d'environ 21 % des annonces de projets au cours de l'année de la hausse des droits de douane (graphique 2, barre jaune)¹⁰. Les résultats suggèrent donc que les hausses des droits de douane sont inefficaces pour stimuler les IDE *greenfield* manufacturiers et peuvent même être dissuasives lorsque le protectionnisme devient intense, ce qui souligne l'importance des coûts des intrants et des liens verticaux dans les chaînes de valeur mondiales, en particulier pour l'activité manufacturière¹¹.

L'examen de l'impact des droits de douane sur les IDE *greenfield* sur les différentes branches de l'activité manufacturière révèle une forte hétérogénéité (graphique 3). On utilise encore une fois une équation de gravité

¹⁰ Si aucune distinction n'est établie concernant l'intensité des hausses des droits de douane, c'est-à-dire si la même variable muette est employée pour tous les types de hausse de ces droits, aucun résultat statistiquement significatif n'est obtenu pour l'impact sur les projets d'IDE *greenfield* manufacturiers annoncés.

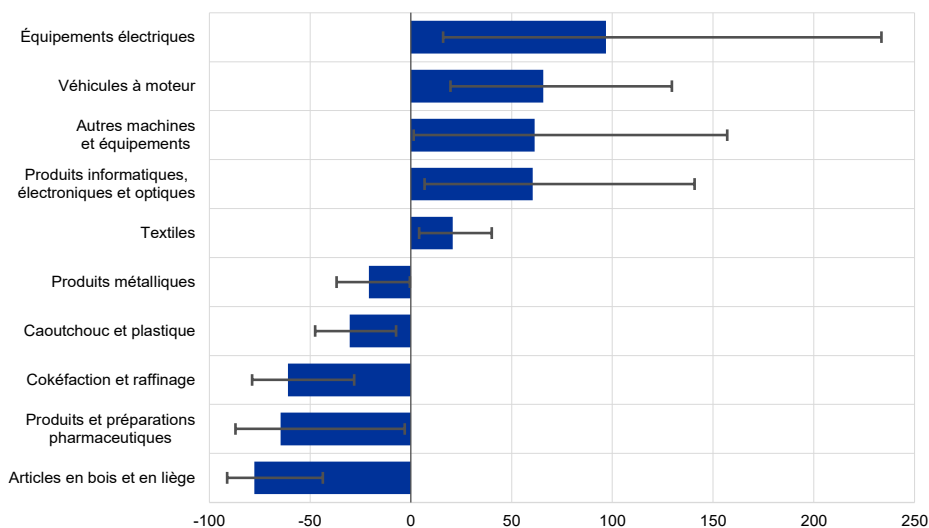
¹¹ L'impact des hausses des droits de douane sur les projets d'IDE associés à des fonctions métier autres que l'activité manufacturière (par exemple, les ventes, le marketing et le support ; les services aux entreprises ; le commerce de détail ; la recherche et le développement ; la logistique, la distribution et le transport ou la construction) est généralement positif ou insignifiant. La seule exception concerne les projets d'IDE dans le secteur de la construction, où l'impact des hausses de droits de douane est encore plus négatif que dans le secteur manufacturier.

pour évaluer l'impact des hausses des droits de douane sur les différentes composantes du secteur manufacturier ¹². Les résultats sectoriels révèlent une hétérogénéité importante concernant l'impact des droits de douane sur les IDE greenfield dans les différents secteurs. Plus précisément, des effets positifs sont observés pour les textiles, les véhicules à moteur, les ordinateurs, les équipements électriques et les machines. À l'exception de l'industrie textile, ces secteurs ont tendance à produire des biens finaux. En raison de leurs modèles de production relativement flexibles, les investissements de contournement tarifaire peuvent constituer une stratégie attrayante, en incitant les entreprises à se relocaliser ou à étendre leurs activités au sein du pays appliquant les droits de douane. En revanche, les IDE réagissent négativement aux droits de douane dans plusieurs secteurs, notamment le bois, les produits pétroliers raffinés, les produits en caoutchouc et en plastique, les produits métalliques et les produits pharmaceutiques. Nombre de ces secteurs se situent en amont de la chaîne de production et produisent des consommations intermédiaires. Leur forte intensité en capital et, dans certains cas, leur orientation limitée vers les marchés de consommation locaux peuvent rendre moins attrayante l'installation de la production dans des pays appliquant des droits de douane.

Graphique 3

Impact des hausses tarifaires sur le nombre de projets d'IDE *greenfield* par secteur manufacturier

(semi-élasticités, en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente des semi-élasticités estimées calculées à partir des coefficients de régression sectorielle obtenus à l'aide du pseudo-maximum de vraisemblance de Poisson. Chaque barre représente la variation estimée en pourcentage du nombre de projets d'IDE *greenfield* annoncés dans un secteur manufacturier donné à la suite d'une hausse des droits de douane. Les élasticités positives indiquent que des droits de douane plus élevés sont associés à une expansion des projets d'IDE (contournement des droits de douane), tandis que les élasticités négatives indiquent une contraction de l'investissement (recherche d'efficacité). Seules les valeurs statistiquement significatives avec un niveau de confiance d'au moins 90 % sont affichées. Les barres d'erreur indiquent l'intervalle de confiance à 90 % correspondant.

¹² Le nombre de hausses des droits de douane appliqués au niveau des secteurs étant limité, il n'est pas possible d'établir une différenciation entre les degrés d'intensité des droits de douane. Un indicateur binaire unique est donc utilisé, égal à un si au moins une hausse des droits de douane bilatérale s'est produite dans le secteur concerné au cours d'une année donnée.

Globalement, la relation entre les droits de douane et les IDE *greenfield* est complexe et nuancée, et elle dépend notamment de l'intensité des mesures tarifaires et de la composition sectorielle des investissements. L'augmentation observée des projets d'IDE *greenfield* est conforme aux conclusions de l'encadré 1, qui suggèrent que les IDE horizontaux destinés à servir les marchés locaux peuvent se substituer aux exportations. Toutefois, la baisse des IDE manufacturiers à la suite de hausses tarifaires à forte intensité souligne l'importance des coûts des intrants et des chaînes d'approvisionnement mondiales. Même si les données mondiales suggèrent que les droits de douane peuvent globalement encourager les IDE *greenfield*, ces dynamiques varient considérablement selon les secteurs et le niveau des droits de douane ¹³. Pour mieux saisir ces dynamiques, la section suivante décrit en détail les IDE entrants et sortants américains à la suite des annonces tarifaires de 2025, sous le second mandat du président Trump.

Encadré 1

Nouvelle analyse du lien entre commerce et investissements directs étrangers

Virginia di Nino

Le lien entre échanges commerciaux et investissements directs étrangers (IDE) constitue un pilier de l'économie internationale et fournit des indications sur la manière dont la mondialisation, les entreprises multinationales et la production transfrontière façonnent la structure, la croissance et le développement des échanges commerciaux.

Comme souligné en introduction, les entreprises sont confrontées à un « arbitrage entre la proximité et la concentration » lorsqu'il s'agit de choisir entre l'exportation ou les IDE, sur la base de facteurs tels que les coûts, les risques et les conditions de marché. Si exporter peut contribuer à réduire au minimum les coûts fixes et les risques, les IDE peuvent s'avérer plus attrayants pour les marchés caractérisés par des barrières commerciales élevées, encourageant ainsi le contournement tarifaire, ou pour les marchés de plus grande taille. Les échanges commerciaux et les IDE peuvent se compléter lorsque la production est fragmentée entre les pays, entraînant une augmentation des volumes d'échanges commerciaux et favorisant les chaînes d'approvisionnement mondiales interconnectées ¹⁴.

Comprendre cette dynamique est essentiel pour appréhender les implications plus larges de la mondialisation et de l'économie internationale. Le présent encadré fournit de nouvelles données empiriques montrant que la relation entre échanges commerciaux et IDE est systématiquement liée à la taille du marché et à la distance par rapport au pays destinataire, qui fournissent une approximation, respectivement, des économies d'échelle et des coûts de transport.

¹³ Des facteurs structurels spécifiques au secteur et variables dans le temps déterminent également la relation entre les droits de douane et les IDE. Par exemple, la taille des marges de production, la capacité d'absorption d'une partie des droits de douane et l'ampleur des coûts d'investissement irrécupérables par rapport à ceux des droits de douane sont prises en compte par les entreprises pour décider de contourner ou non les droits de douane.

¹⁴ Blonigen (2001) montre que les IDE américains au Japon se sont substitués aux exportations américaines lorsque le coût des échanges commerciaux était élevé. Brainard (1997) confirme l'existence d'un « arbitrage entre proximité et concentration ». Lendle *et al.* (2016) affirment que le commerce électronique pourrait affaiblir le lien entre commerce et IDE en réduisant la nécessité d'une présence physique sur les marchés étrangers.

L'analyse examine la réaction dans le temps du commerce bilatéral face aux évolutions des IDE *greenfield*. À l'aide de méthodes de projection locales dans un cadre de type gravité, elle estime l'effet dynamique des IDE *greenfield* sur les exportations à des horizons allant de 0 à 4 ans. Pour chaque horizon, les exportations sont régressées sur leurs propres valeurs passées (afin de rendre compte de la persistance des échanges commerciaux), sur les projets bilatéraux d'IDE *greenfield* annoncés, sur la taille économique des deux pays et sur les interactions entre les IDE *greenfield* et a) la distance géographique (distance entre les principales villes, approximation des coûts de transport) et b) la taille économique (approximation des possibilités d'économies d'échelle) ¹⁵.

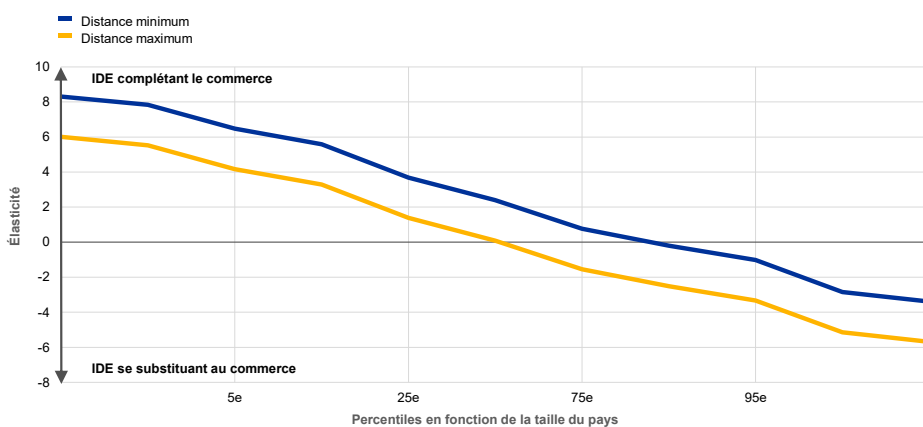
Dans ce contexte, les coefficients des IDE *greenfield* mesurent l'élasticité moyenne du commerce bilatéral par rapport aux IDE *greenfield* à chaque horizon, et les termes d'interaction montrent comment cette élasticité varie en fonction de la distance et de la taille du marché du pays bénéficiaire.

Les résultats indiquent que la relation entre les échanges commerciaux et les IDE dépend de la distance avec le marché et de sa taille et que ces facteurs deviennent significatifs un an après la réalisation de l'investissement. Les données montrent que pour les destinations de petite taille et proches, où les IDE verticaux et l'intégration des chaînes d'approvisionnement sont plus fréquents, les IDE *greenfield* sortants et les échanges commerciaux se complètent généralement, les nouveaux investissements ayant tendance à accroître les volumes d'échanges de consommations intermédiaires. Pour les destinations de grande taille et éloignées, les IDE *greenfield* sortants et les échanges commerciaux ont tendance à se substituer mutuellement, ce qui suggère que dans ces cas, les IDE sont davantage orientés vers l'approvisionnement des marchés locaux. Plus précisément, pour les pays partenaires géographiquement proches, la complémentarité entre commerce et IDE *greenfield* sortants se transforme en substituabilité dès lors que l'économie bénéficiaire dépasse globalement le 80^e percentile de la distribution mondiale par taille. Pour les partenaires très éloignés, ce point de bascule se produit dès la taille médiane (graphique A).

Graphique A

Élasticité des échanges bilatéraux par rapport aux IDE *greenfield* par taille économique du pays bénéficiaire pour les partenaires commerciaux très proches et très éloignés

(en pourcentage)



¹⁵ L'estimation contrôle par les effets fixes origine-destination, les sorties et entrées totales d'IDE et les entrées d'IDE *greenfield*. La méthodologie tient compte de l'hétéroscédasticité et de l'autocorrélation dans les erreurs, l'échantillon couvrant toutes les relations agrégées de paires de pays sur la période 2004-2024.

Sources : BCE, FMI, FT Intelligence et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre comment le commerce bilatéral au cours de l'année t+1 réagit aux IDE *greenfield* sortants bilatéraux au cours de l'année t, en fonction de la taille économique du pays bénéficiaire. L'axe des ordonnées représente l'élasticité du commerce bilatéral par rapport aux IDE *greenfield*, et l'axe des abscisses représente la taille économique du pays bénéficiaire. La ligne bleue montre l'élasticité des échanges bilatéraux pour les pays partenaires géographiquement proches, calculée à l'aide de la distance bilatérale minimale pour toutes les paires de pays. La ligne jaune montre la même élasticité pour les pays partenaires éloignés, calculée en utilisant la distance bilatérale maximale pour toutes les paires de pays. La zone entre les lignes bleue et jaune représente la fourchette des élasticités commerciales bilatérales possibles par rapport aux IDE *greenfield*, en fonction de la taille économique et de la distance bilatérale entre les principales villes des deux pays.

Pour les États-Unis, marché de grande taille et géographiquement éloigné de la zone euro, les données indiquent une substituabilité des échanges commerciaux. Selon les estimations, une augmentation des IDE *greenfield* sortants de la zone euro vers les États-Unis au niveau de celle observée entre 2021 et 2025 (c'est-à-dire plus du double de la taille initiale) devrait réduire les exportations de la zone euro vers les États-Unis d'environ 4 % l'année suivante.

En août 2025, l'UE s'est engagée à accroître ses investissements aux États-Unis de 600 milliards de dollars d'ici 2028, en plus d'un stock existant d'IDE bilatéraux d'environ 5 000 milliards de dollars. S'ils sont interprétés purement comme des IDE *greenfield* supplémentaires de l'UE vers les États-Unis, et en tenant compte des tendances historiques (graphique 11), les chiffres globaux de l'accord-cadre entre l'UE et les États-Unis pourraient sembler assez ambitieux. Cet accord exigerait que les IDE *greenfield* de l'UE vers les États-Unis entre 2025 et 2028 représentent en moyenne plus du double du pic observé en 2024. Toutefois, même une hausse plus faible mais continue des IDE *greenfield* vers les États-Unis modifierait de manière significative la composition de l'activité extérieure de la zone euro.

Le passage d'un modèle d'approvisionnement du marché américain par les exportations à un modèle reposant sur une production locale aux États-Unis aurait des implications contrastées pour l'économie de la zone euro. Une baisse des exportations vers les États-Unis réduirait mécaniquement le PIB de la zone euro, dans la mesure où moins de biens et de services destinés au marché américain seraient produits au sein de l'UE. Dans le même temps, les entreprises de la zone euro bénéficieraient d'une réduction de la charge des droits de douane et d'une augmentation des bénéfices tirés des opérations à l'étranger ; et si ces bénéfices étaient rapatriés, ils soutiendraient le revenu national brut.

2 Les investissements directs étrangers entrants et sortants aux États-Unis à la suite des annonces tarifaires américaines de 2025

Au cours de son second mandat, le président Trump a mis en œuvre des mesures tarifaires généralisées afin d'encourager la production manufacturière aux États-Unis et d'attirer les IDE *greenfield*. Dans son discours du 2 avril 2025 annonçant de nouveaux droits de douane, le président Trump a déclaré : « si vous voulez zéro droit de douane, alors fabriquez vos produits ici même aux États-Unis » (Trump, 2025). Les déclarations officielles de son administration ont présenté les droits de douane comme un moyen d'attirer les investissements étrangers, en particulier les IDE *greenfield* dans le secteur manufacturier, en incitant les entreprises à produire localement plutôt qu'à exporter. Toutefois, les données descriptives disponibles à ce stade n'indiquent pas

clairement une forte hausse des investissements entrants aux États-Unis induite par les droits de douane.

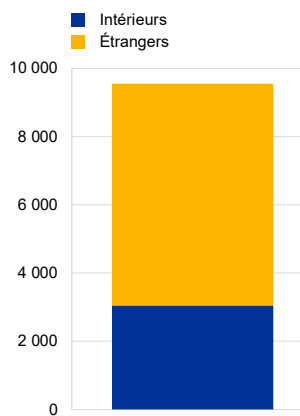
Les engagements d'investissement déclarés au niveau agrégé que citent les communications officielles de la Maison Blanche sont supérieurs aux niveaux d'IDE *greenfield* annoncés faisant l'objet d'un enregistrement dans les données par projet. Les communications officielles de la Maison Blanche font état de 9 600 milliards de dollars d'engagements d'investissement cumulés depuis le début du second mandat du président Trump, évoquant des « annonces d'investissements majeurs », dont une part importante est attribuée aux investissements étrangers (graphique 4, partie a). Toutefois, le site internet de la Maison Blanche ne fournit pas de ventilation méthodologique détaillée de la manière dont ces agrégats sont compilés ou des catégories de flux commerciaux qui sont incluses. Les chiffres publiés sont présentés au niveau agrégé et ne font pas de distinction explicite entre les IDE *greenfield* et les autres types d'engagements. En outre, certaines annonces peuvent porter sur des projets pluriannuels, des plans d'investissement déjà annoncés ou des accords commerciaux plus larges. Dans certains cas, les « accords » déclarés peuvent être associés à des achats de biens américains, ce qui pourrait affecter les exportations plutôt que l'investissement fixe intérieur. Il est donc difficile d'établir une correspondance directe entre les grandes annonces d'engagements et les mesures standard des IDE *greenfield* entrants. En revanche, la base de données de fDi Markets enregistre les projets d'IDE *greenfield* annoncés au niveau des entreprises sur une base cohérente et comparable au niveau international. Si l'on se concentre exclusivement sur les IDE *greenfield*, tels que définis dans l'ensemble de données, les investissements entrants semblent être nettement inférieurs aux grandes annonces d'engagements dont il est fait état dans les communications officielles (graphique 4, partie b).

Graphique 4

Annonces d'IDE *greenfield* entrants aux États-Unis en 2025

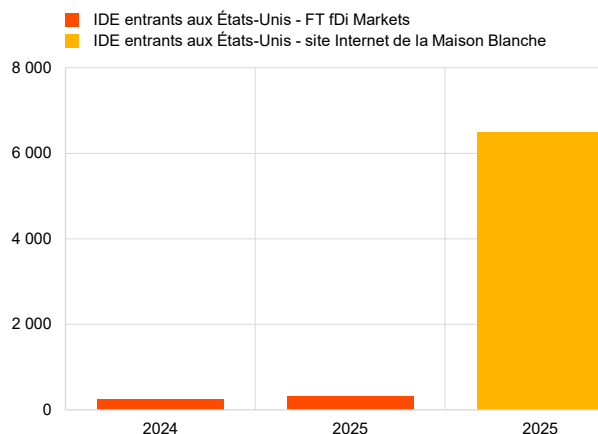
a) Annonces officielles relatives aux investissements intérieurs et étrangers aux États-Unis en 2025

(en milliards de dollars)



b) Annonces d'IDE *greenfield* aux États-Unis par le gouvernement américain et par fDi Markets

(en milliards de dollars)



Sources : FT fDi Markets, site internet de la Maison Blanche et calculs de la BCE.

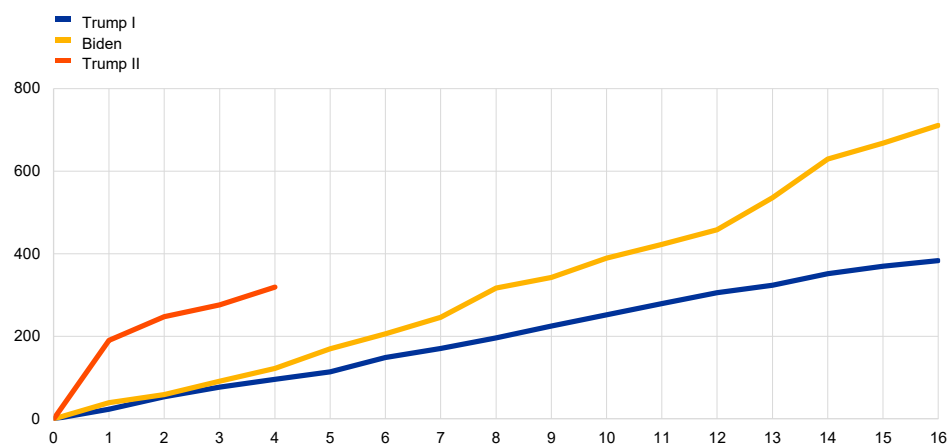
Notes : La partie a) présente l'investissement aux États-Unis en 2025, tel qu'annoncé sur le site internet officiel de la Maison Blanche. La partie b) compare les annonces d'IDE *greenfield* entrants aux États-Unis dans la base de données FT fDi Markets (barres rouges) avec ceux annoncés sur le site officiel de la Maison Blanche (barre jaune). Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

Sous le second mandat du président Trump, les IDE *greenfield* entrants ont jusqu'à présent dépassé ceux enregistrés sous les autres administrations américaines récentes. Malgré l'écart entre les grandes annonces de la Maison Blanche et les investissements mesurés par la base de données de fDi Markets, les IDE *greenfield* aux États-Unis sont restés élevés par rapport aux périodes comparables sous les précédents présidents (graphique 5). Les investissements sous le mandat du président Biden se sont accélérés à partir de la deuxième année, reflétant probablement des initiatives telles que le règlement sur les puces (*CHIPS Act*) et la loi de réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act*), qui ont soutenu l'industrie manufacturière de pointe et les technologies vertes. Toutefois, le rythme d'augmentation observé pendant le second mandat du président Trump a été jusqu'à présent plus prononcé.

Graphique 5

Annonces d'IDE *greenfield* aux États-Unis au cours de chaque mandat présidentiel américain

(axe des ordonnées : en milliards de dollars ; axe des abscisses : trimestres)



Sources : FT fDi Markets et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les évolutions des annonces d'IDE *greenfield* entrants aux États-Unis, cumulées depuis le début de chaque présidence américaine. Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

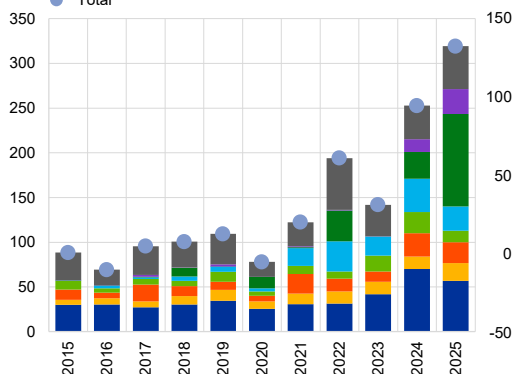
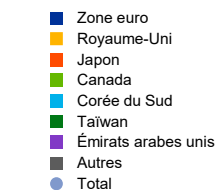
L'augmentation récente des annonces d'IDE se concentre étroitement sur un petit nombre de pays et de projets. Si la valeur totale des projets d'IDE annoncés en 2025 est supérieure à celle enregistrée en 2024, l'augmentation est très concentrée. Près de la moitié des investissements annoncés en 2025 proviennent de Taiwan, les engagements pris par la Taiwan Semiconductor Manufacturing Company étant le principal moteur de la variation en glissement annuel (graphique 6). Une partie de cette hausse reflète également une hausse de l'investissement des Émirats arabes unis, tandis que les investissements annoncés par la zone euro et les autres pays du G7 ont diminué.

Graphique 6

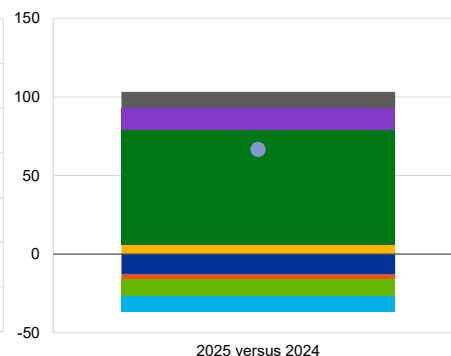
Annonces d'IDE *greenfield* entrants aux États-Unis par pays d'origine

(en milliards de dollars)

a) IDE *greenfield* entrants annuels aux États-Unis



b) Variation des IDE *greenfield* entrants annuels aux États-Unis



Sources : FT fDi Markets et calculs de la BCE.

Notes : Les deux parties présentent la décomposition par pays des flux entrants d'IDE américains. Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

Les IDE *greenfield* entrants dans le secteur manufacturier aux États-Unis ne montrent guère de signes d'une forte hausse induite par les droits de douane, les hausses récentes coïncidant avec de fortes tendances en matière d'investissements liés à l'IA. À en juger par les seuls projets manufacturiers, la cible principale de la stratégie tarifaire de l'administration américaine, peu d'éléments viennent étayer l'existence d'un essor de l'investissement tiré par les droits de douane. L'investissement annoncé dans le secteur manufacturier a brièvement atteint un pic en mars 2025, avant les grandes annonces relatives aux droits de douane aux États-Unis, mais cette hausse semble avoir résulté principalement de l'investissement dans les activités liées à l'IA. Ces investissements ne sont que faiblement liés à la politique commerciale et s'expliquent de manière plus plausible par le cycle de la demande mondiale d'IA (graphique 7, partie a). En dehors de ce secteur, seul celui des minéraux rares contribue actuellement de manière importante à la croissance récente. En revanche, les IDE *greenfield* manufacturiers dans les véhicules électriques, les chaînes d'approvisionnement des batteries et les technologies propres, qui ont également été en partie à l'origine des IDE *greenfield* manufacturiers de la zone euro vers les États-Unis jusqu'en 2024, notamment en lien avec les mesures incitatives telles que la loi sur les puces électroniques et la

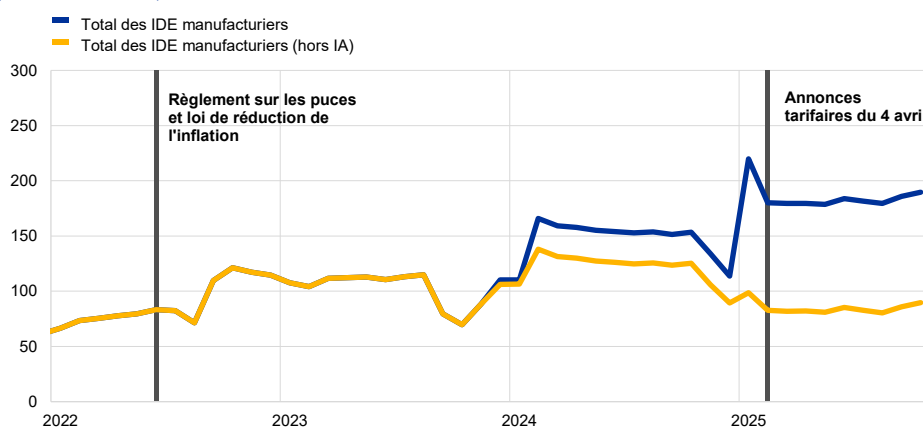
science (*CHIPS and Science Act*) et la loi de réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act*), ont diminué (graphique 7, partie b) ¹⁶.

Graphique 7

Annonces d'IDE manufacturiers *greenfield entrants* aux États-Unis

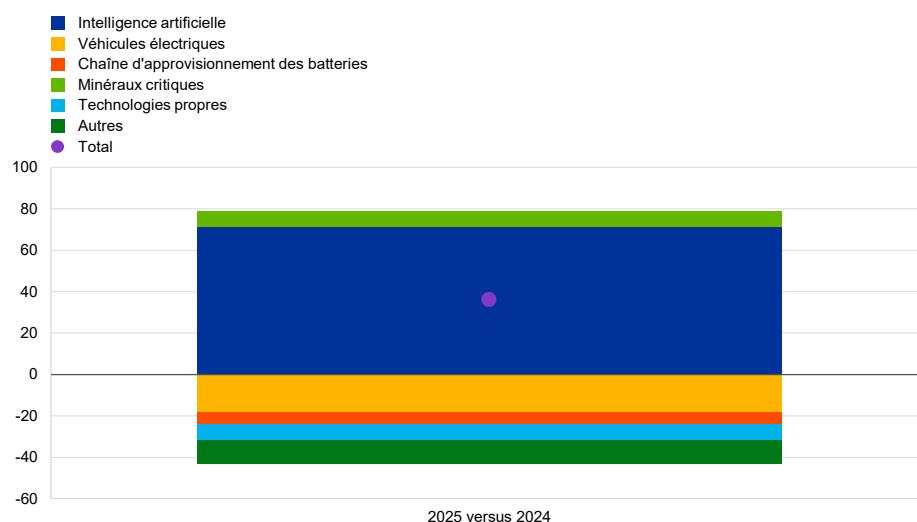
a) IDE manufacturiers *greenfield entrants* aux États-Unis et rôle de l'investissement dans l'IA

(en milliards de dollars)



b) Variation des IDE *greenfield* manufacturiers entrants annuels aux États-Unis par secteur

(en milliards de dollars)



Sources : FT fDi Markets et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les IDE *greenfield entrants* aux États-Unis avec le secteur manufacturier comme fonction métier. Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

Il convient toutefois de reconnaître qu'il existe un écart important et persistant entre les IDE *greenfield entrants* annoncés et ceux réalisés. Seule une faible part des projets d'IDE *greenfield entrants* annoncés se traduit *in fine* par des investissements réalisés au cours de chaque mandat présidentiel (graphique 8). Le

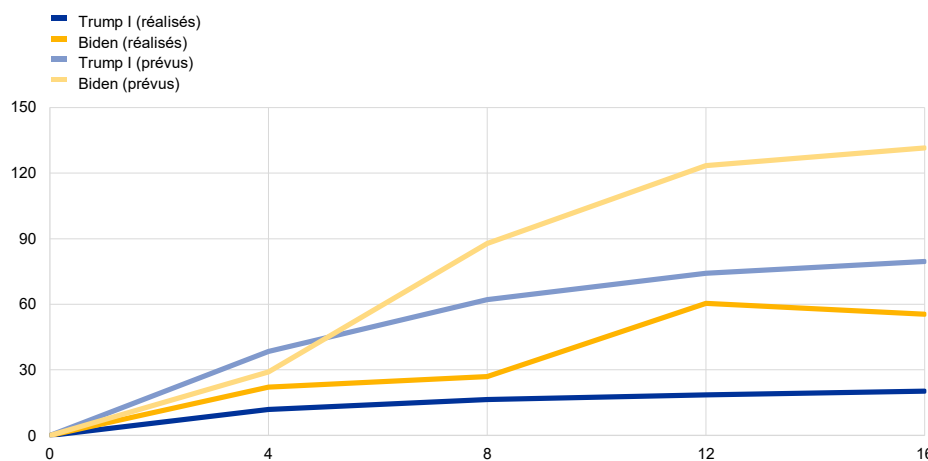
¹⁶ La loi sur les puces électroniques et la science (*CHIPS and Science Act*), adoptée en août 2022, a accordé des subventions et des incitations fiscales fédérales pour soutenir la fabrication et la recherche de semi-conducteurs aux États-Unis, tandis que la loi de réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act*), également adoptée en août 2022, a introduit des incitations fiscales visant à promouvoir l'énergie propre, la production de véhicules électriques et la production manufacturière domestique.

Bureau de l'analyse économique des États-Unis (*US Bureau of Economic Analysis*) fournit une base cohérente pour comparer les investissements prévus (annoncés) et réalisés. Si les IDE prévus ont augmenté de manière régulière sous les deux administrations précédentes, les investissements réalisés ont augmenté à un rythme beaucoup plus lent. Cette déconnexion suggère que les mesures de l'investissement fondées sur des annonces, telles que celles annoncées par fDi Markets, peuvent surestimer les résultats de l'investissement à court terme et doivent donc être interprétées avec prudence lors de l'évaluation de l'efficacité des incitations tarifaires.

Graphique 8

IDE *greenfield* prévus et réalisés au cours de chaque mandat présidentiel américain

(axe des ordonnées : en milliards de dollars ; axe des abscisses : par trimestres)



Sources : Bureau de l'analyse économique des États-Unis et calculs de la BCE.

Notes : Les IDE prévus se rapportent aux IDE *greenfield* qui ont été amorcés et dont la réalisation est prévue au cours du mandat de chaque président. Les IDE réalisés se rapportent de la même manière aux IDE *greenfield* qui ont été amorcés et réalisés au cours de la période concernée.

Les investissements américains sortants ont augmenté plus lentement en 2025 qu'en 2018.

En théorie, l'effet des droits de douane américains sur les IDE sortants est tout aussi ambigu que celui sur les IDE entrants. D'une part, la hausse des coûts commerciaux due aux échanges de biens intermédiaires peut inciter les entreprises à remplacer les exportations par la production locale à l'étranger. D'autre part, la hausse des coûts des consommations intermédiaires, l'incertitude accrue et la compression des marges bénéficiaires peuvent affaiblir les incitations et la capacité des entreprises à se développer à l'étranger¹⁷. Si l'on se concentre uniquement sur les IDE manufacturiers, après la première série de mesures tarifaires prises par les États-Unis en 2018, les IDE manufacturiers sortants américains ont fortement augmenté, tandis que la tendance inverse est apparue lors de la deuxième série de mesures (graphique 10, partie a). Une explication possible est que la deuxième série de mesures a été marquée par une plus grande incertitude en matière de politique commerciale et qu'elle a impliqué un ensemble plus large de pays ciblés, ce qui a pu conduire les entreprises à reporter ou à réduire leurs plans d'expansion à l'étranger plutôt qu'à réaffecter leur production à

¹⁷ Cf. également Helpman *et al.* (2004) et Amiti *et al.* (2019).

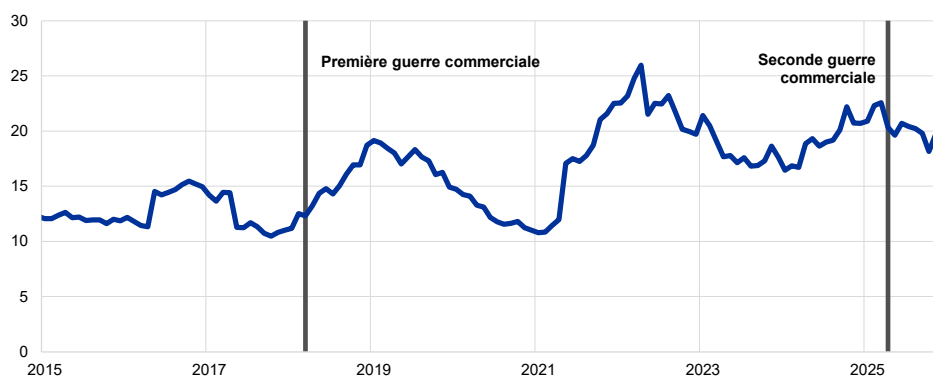
l'étranger ¹⁸. Après 2018, l'augmentation des IDE américains sortants a été relativement généralisée à l'ensemble des pays de destination, y compris la Chine – la principale cible des droits de douane américains (graphique 9, partie b). En revanche, le profil des IDE américains sortants pour 2025 est moins net. Bien que la zone euro demeure la première destination des IDE américains avec des flux stables en 2025, les hausses les plus prononcées en 2025 ont été dirigées vers la Corée du Sud et l'Inde, les investissements se concentrant sur les infrastructures numériques, en particulier les centres de données et l'informatique en nuage (*cloud computing*), ainsi que sur certaines activités manufacturières de haute technologie telles que les semi-conducteurs et les composants électroniques.

Graphique 9

Annonces d'IDE *greenfield* manufacturiers sortants aux États-Unis

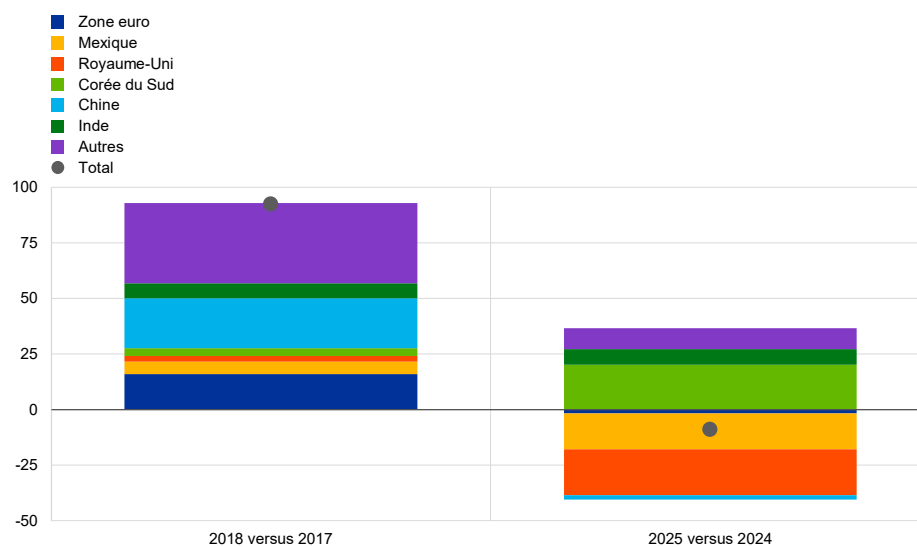
a) IDE *greenfield* sortants dans le secteur manufacturier aux États-Unis

(en milliards de dollars, moyenne mobile sur douze mois)



b) Variation annuelle des IDE *greenfield* sortants dans le secteur manufacturier aux États-Unis par pays

(en milliards de dollars)



Sources : FT fDi Markets et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

¹⁸ Cf. également Handley et Limão (2017) et Caldara *et al.* (2020).

Encadré 2

Les investissements directs étrangers sortants évincent-ils les investissements intérieurs dans la zone euro ?

Lorenz Emter et Michael Fidora

Les investissements directs étrangers (IDE) sortants peuvent affecter l'activité d'investissement intérieur, c'est-à-dire la formation de capital fixe, dans la zone euro via plusieurs canaux. Premièrement, les IDE sortants peuvent affecter l'investissement intérieur via les canaux financiers, en particulier dans les pays de la zone euro dont l'épargne nationale est faible. La relocalisation peut initialement réduire les bénéfices des sociétés mères ou durcir les conditions financières subies par ces sociétés mères. Deuxièmement, à mesure que les entreprises délocalisent une partie de leur production à l'étranger, les IDE sortants peuvent réduire les dépenses en capital au niveau domestique. Par conséquent, d'une part, les IDE sortants purement orientés vers la recherche de marchés peuvent freiner l'activité d'investissement intérieur si les entreprises déplacent la majeure partie de leur activité de production pour fournir le marché étranger, comme ce serait le cas si les entreprises venaient à constituer des capacités de production aux États-Unis afin d'éviter des droits de douane plus élevés. D'autre part, les IDE visant à augmenter l'efficacité en délocalisant une partie de la chaîne de production à l'étranger afin de profiter de coûts de production plus faibles peuvent générer des exportations de biens intermédiaires et de biens d'équipement ou de services vers les marchés étrangers et, en situation d'équilibre général, stimuler l'investissement intérieur. Cela peut également être le cas pour les IDE sortants qui ciblent des actifs stratégiques, car ils peuvent faciliter le transfert de technologie et de connaissances et ainsi accroître la productivité des entreprises.

Sur le plan empirique, la relation de long terme entre les IDE sortants et l'investissement intérieur peut être évaluée à partir d'une analyse de la cointégration, comme dans Herzer et Schrooten (2008). À cette fin, des tests de cointégration portant sur l'investissement intérieur et les IDE sortants (exprimés en parts du PIB) sont effectués sur les données annuelles pour la période 1975-2024 obtenues auprès de la Banque mondiale pour la zone euro ainsi que pour les différents pays de la zone euro. L'estimation est fondée sur les flux totaux d'actifs au titre des IDE provenant de la balance des paiements afin de garantir un échantillon d'une durée suffisamment longue pour lequel les données relatives aux IDE *greenfield* ne sont pas disponibles. Une fois la cointégration établie, l'effet à long terme des IDE sortants sur l'investissement intérieur est estimé à l'aide d'un modèle à correction d'erreurs à équation unique.

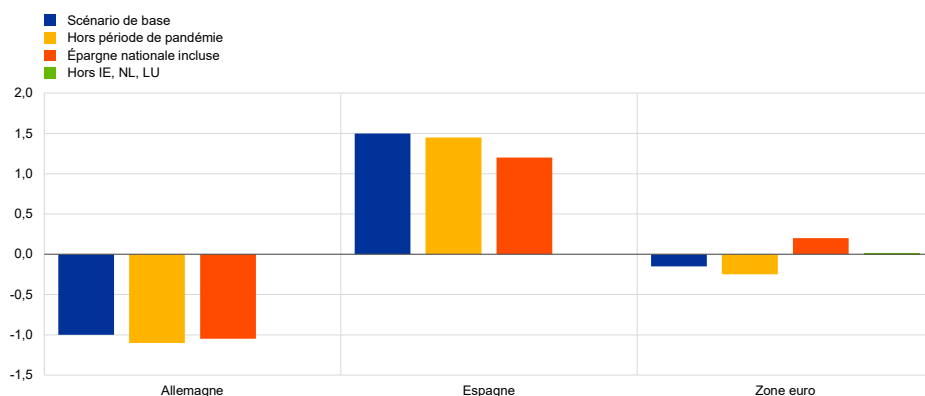
Les données empiriques suggèrent que, pour la zone euro dans son ensemble, il n'existe pas de lien clair entre l'investissement intérieur et les IDE, même si cela masque l'hétérogénéité entre les différents pays de la zone euro. Plus précisément, l'analyse suggère qu'il n'existe pas de lien statistiquement significatif au niveau agrégé de la zone euro, même en excluant les pays pour lesquels les flux financiarisés peuvent biaiser les IDE sortants agrégés (graphique A). Toutefois, ce résultat agrégé masque l'hétérogénéité entre les principaux pays de la zone euro. Même si aucune relation significative de long terme n'est constatée pour la France et l'Italie, l'analyse suggère que les IDE sortants et les investissements intérieurs sont des substituts en Allemagne, mais des compléments en Espagne. Pour l'Allemagne, ces résultats sont conformes à ceux de Herzer et Schrooten (2008), qui documentent également des effets de substitution à long terme reflétant une trajectoire d'ajustement dynamique. L'investissement étranger initial peut nécessiter un renforcement des capacités intérieures et stimuler l'investissement intérieur à court terme (comme l'ont également montré Goldbach *et al.*, 2019), mais une fois que les filiales étrangères se sont

établies, elles remplacent la production nationale, réduisant ainsi la formation de capital domestique à long terme. Ces résultats sont également robustes à l'exclusion de la période de pandémie de COVID 19 et à la prise en compte de l'épargne nationale agrégée.

Graphique A

Coefficients multiplicateurs à long terme des flux sortants d'IDE pour l'investissement intérieur

(élasticités)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente des coefficients multiplicateurs estimés à long terme pour les effets des flux d'IDE sortants sur l'investissement intérieur sur la base d'un modèle à correction d'erreur unique conforme à [Herzer et Schrooten \(2008\)](#). « Épargne nationale incluse » se rapporte à l'épargne nationale agrégée par rapport au PIB en tant que variable de contrôle supplémentaire. « Hors IE, NL, LU » se rapporte aux estimations pour la zone euro, hors pays dans lesquels les flux d'IDE peuvent être davantage faussés par les flux financiarisés. IE correspond à l'Irlande, NL aux Pays-Bas et LU au Luxembourg.

La relation hétérogène entre les IDE et l'investissement intérieur reflète vraisemblablement des différences dans la nature et la composition sectorielle des IDE sortants. Les IDE sortants en provenance d'Espagne, en particulier en Amérique latine, se concentrent sur les activités financières et d'assurance, l'information et la communication et les industries extractives. Cet investissement correspond donc largement à une expansion du marché et est orienté vers les secteurs abrités, soutenant potentiellement l'investissement intérieur en fournissant des services supplémentaires et des activités de recherche et de développement au siège des entreprises et avec des répercussions potentielles sur la productivité et la compétitivité des entreprises. En revanche, les IDE sortants en provenance d'Allemagne se concentrent sur l'accumulation de capacités manufacturières à l'étranger, d'abord en Europe centrale et orientale, puis en Chine, ce qui peut remplacer la production industrielle nationale et les exportations. En effet, la part de la production brute produite à l'étranger représentait environ 26 % du PIB de l'Allemagne en 2019, soit environ le double de la part correspondante de l'Espagne, qui se situe à 13 % environ. Cela laisse penser qu'une augmentation des investissements étrangers aux États-Unis visant à construire des capacités de production pour le marché local afin d'éviter des droits de douane plus élevés aurait probablement un effet modérateur sur l'investissement intérieur dans les pays de la zone euro, en particulier pour les pays qui sont d'importants exportateurs de biens industriels vers les États-Unis.

3 Conséquences potentielles de changements dans les investissements directs étrangers sortants induits par les droits de douane pour la zone euro

La possibilité que de nouveaux droits de douane entraînent une hausse structurelle des IDE sortants de la zone euro a des implications importantes pour les évolutions macroéconomiques de la zone euro. Les hausses de droits de douane sont, en moyenne, associées à une hausse des annonces d'IDE *greenfield*, en particulier lorsque les entreprises utilisent l'investissement comme moyen de contourner les nouvelles barrières commerciales. Cela pourrait avoir des répercussions sur les échanges commerciaux et l'investissement intérieur de la zone euro.

La hausse des droits de douane appliquée sur les importations en provenance de la zone euro par les États-Unis – un marché important et géographiquement éloigné – pourrait potentiellement réduire les exportations de la zone euro. La relation bilatérale entre les échanges commerciaux et les IDE dépend essentiellement de la taille du pays et de son éloignement. Pour les petites et moyennes économies voisines, les IDE *greenfield* sortants et les exportations tendent à être complémentaires, c'est-à-dire que les investissements à l'étranger soutiennent les échanges transfrontières supplémentaires de biens intermédiaires et finaux. En revanche, pour les économies plus grandes et plus éloignées, les IDE tendent à se substituer aux exportations (encadré 1).

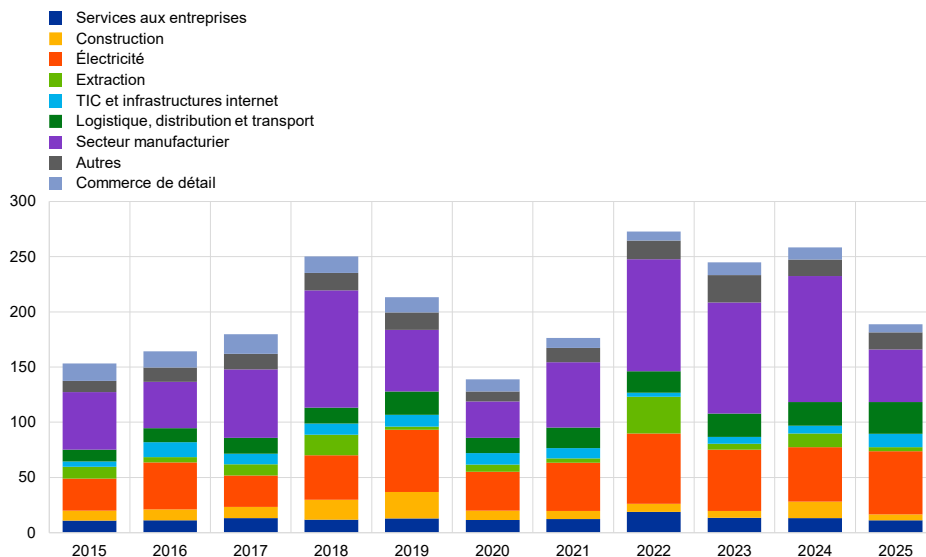
Des droits de douane plus élevés appliqués aux exportations de la zone euro qui encouragent les entreprises à créer des capacités productives à l'étranger par le biais des IDE peuvent également affecter l'investissement intérieur de la zone euro. En particulier, les IDE sortants qui sont purement à la recherche de marchés peuvent freiner l'activité d'investissement intérieur si les entreprises déplacent la majeure partie de leur activité de production vers les marchés étrangers, tandis que les IDE dans les secteurs abrités peuvent compléter l'investissement intérieur à mesure que les entreprises se développent (cf. encadré 2).

Les défis liés aux changements induits par les droits de douane qui affectent les IDE sortants de la zone euro semblent contenus. Les données disponibles montrent que les IDE *greenfield* sortants de la zone euro ont diminué en 2025. La baisse des IDE *greenfield* sortants est largement due aux IDE manufacturiers (graphique 10). Une part importante de cette baisse s'explique par une diminution des IDE manufacturiers sortants vers les États-Unis, conformément aux observations empiriques présentées dans la section 3 (graphique 11). La concentration des IDE *greenfield* de la zone euro aux États-Unis dans le secteur manufacturier dépendant des chaînes de valeur mondiales semble donc effectivement atténuer le risque d'éviction des exportations et de l'investissement intérieur de la zone euro. En outre, la persistance d'importants IDE *greenfield* sortants dans des investissements d'expansion des marchés dans le secteur abrité, tels que les investissements liés à l'IA dans le secteur de l'électricité, pourrait même compléter l'investissement intérieur dans la zone euro.

Graphique 10

IDE *greenfield* sortants dans la zone euro par fonction d'activité

(en milliards de dollars)



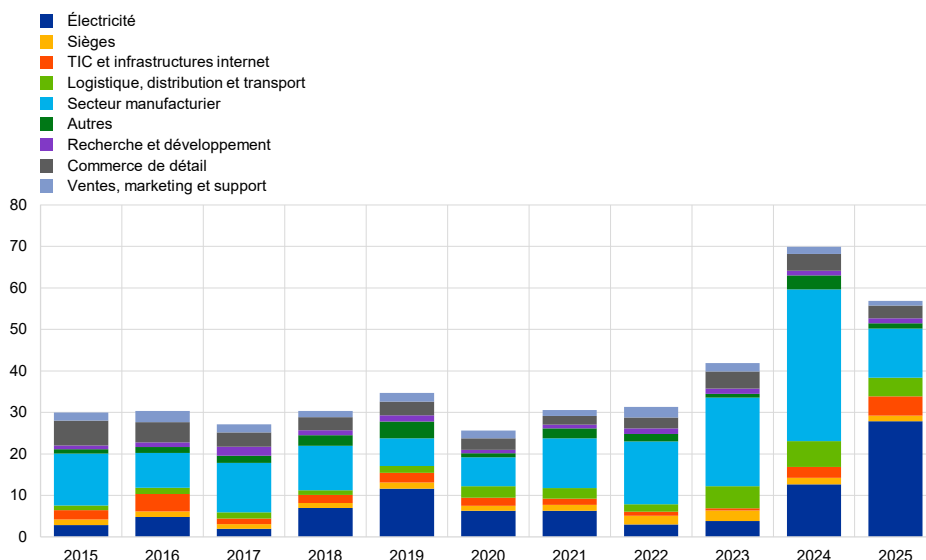
Sources : FT fDi Markets et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

Graphique 11

IDE *greenfield* sortants de la zone euro vers les États-Unis par fonction d'activité

(en milliards de dollars)



Sources : FT fDi Markets et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

4 Conclusions

L'impact des droits de douane sur les IDE *greenfield* est complexe et dépend des principaux motifs d'investissement à l'étranger. L'analyse présentée dans

cet article montre que si les droits de douane peuvent globalement encourager les IDE *greenfield* pour des motifs de contournement, leur impact sur les IDE manufacturiers est différent. Les mesures tarifaires de forte intensité ont tendance à dissuader l'investissement dans les secteurs manufacturiers qui dépendent d'intrants intermédiaires et sont intégrés verticalement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, mettant en évidence les défis liés au recours à des politiques protectionnistes pour stimuler l'investissement dans des secteurs clés. En outre, l'hétérogénéité sectorielle joue un rôle essentiel dans la manière dont les IDE réagissent aux droits de douane. Les réactions positives se concentrent sur les secteurs orientés vers les marchés locaux, tels que celui des véhicules à moteur, tandis que les secteurs situés en amont, tels que ceux des produits pharmaceutiques et des métaux manufacturés, subissent des effets négatifs.

L'expérience la plus récente en matière de droits de douane américains illustre les limites des stratégies d'investissement induites par les droits de douane.

Malgré des objectifs ambitieux et des déclarations officielles d'une forte hausse des IDE entrants sous le second mandat du président Trump, les données révèlent des écarts importants entre les investissements annoncés et ceux réalisés, seule une faible part des projets d'IDE *greenfield* annoncés se traduisant par des investissements effectifs au cours d'un mandat présidentiel donné. En outre, les IDE liés aux droits de douane ont été étroitement concentrés dans des secteurs et des pays spécifiques, tels que l'activité manufacturière liée à l'IA et les IDE en provenance d'économies telles que Taïwan.

La structure des IDE de la zone euro suggère que les variations des IDE sortants de la zone euro induites par les droits de douane pourraient être relativement limitées et que les risques associés pour l'économie de la zone euro restent contenus.

La montée du protectionnisme et les flux d'investissement induits par les droits de douane pourraient inciter les entreprises de la zone euro à investir à l'étranger afin de contourner les barrières commerciales, avec des effets potentiellement hétérogènes sur l'investissement intérieur dans les différents pays. Toutefois, le risque qu'une augmentation des IDE aux États-Unis visant à créer des capacités de production pour le marché local puisse réduire l'investissement intérieur dans la zone euro est limité. En effet, les IDE *greenfield* sortants de la zone euro vers les États-Unis se concentrent sur le secteur manufacturier, qui devrait réagir négativement à la hausse des droits de douane en raison de sa dépendance aux chaînes de valeur mondiales, et ces investissements dans le secteur manufacturier ont effectivement diminué en 2025.

Bibliographie

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

Caldara (D.), Iacoviello (M.), Molligo (P.), Prestipino (A.) et Raffo (A.) (2020), « [The economic effects of trade policy uncertainty](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, janvier, p. 38-59.

Cole, (M.T.) & Davies, (R.B.) (2011), « [Strategic tariffs, tariff jumping, and heterogeneous firms](#) », *European Economic Review*, vol. 55, n° 4, p. 480-496.

Boeckelmann (L.), Emter (L.), Moder (I.), Pongetti (G.) et Spital (T.) (2024), « [La fragmentation géopolitique dans les investissements directs étrangers greenfield au niveau mondial et dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 7.

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

Helpman, (E.), Melitz, (M.J.), et Yeaple, (S.R.) (2004), « [Export Versus FDI with Heterogeneous Firms](#) », *American Economic Review*, vol. 94, n° 1, p. 300-316.

Herzer (D.) et Schrooten (M.) (2008), « [Outward FDI and domestic investment in two industrialized countries](#) », *Economics Letters*, vol. 99, n° 1, p. 139-143.

Goldbach (S.), Nagengast (A.J.), Steinmüller (E.) et Wamser (G.) (2019), « [The effect of investing abroad on investment at home: On the role of technology, tax savings, and internal capital markets](#) », *Journal of International Economics*, vol. 116, p. 58-73.

Moder, (I.) & Spital, (T.) (2025), « [The protectionist gamble: How tariffs shape greenfield foreign direct investment](#) », *Working Paper Series*, n° 3144, Banque centrale européenne.

Trump, (D. J.) (2025), « [Remarks Announcing Additional United States Tariff Actions on Foreign Imports](#) », Maison Blanche, Washington, 2 avril.

2 Les déterminants de la population active dans la zone euro

Agostino Consolo, António Dias da Silva, Nina Furbach et Ramon Gomez-Salvador

1 Introduction

La population active de la zone euro a fortement augmenté ces dernières années, sous l'effet de la hausse des taux d'activité, des changements démographiques et d'un solde migratoire net soutenu. La population active comprend toutes les personnes en âge de travailler – que nous définissons comme les personnes âgées de 15 à 74 ans afin de tenir compte de l'allongement de la vie active – qui occupent un emploi ou recherchent activement un emploi. La part de la population en âge de travailler qui constitue la population active, connue sous le nom de « taux d'activité », a augmenté à plusieurs égards ces dernières années : la part des femmes occupant un emploi a augmenté, réduisant les écarts de longue date entre les hommes et les femmes ; les travailleurs plus âgés sont restés actifs plus longtemps, reflétant en partie les réformes des régimes de retraite et une évolution séculaire vers des emplois moins exigeants physiquement ; et des cohortes successives dotées d'un niveau d'éducation plus important ont intégré la population active, ce qui favorise son expansion compte tenu des taux d'activité généralement plus élevés des personnes ayant un niveau d'éducation supérieur. Parallèlement à ces tendances domestiques, le solde migratoire net a été constamment positif depuis 2010 environ, les travailleurs non ressortissants de l'UE devenant un moteur de plus en plus important de la croissance de la population active.

Les travailleurs plus âgés et les migrants ont constitué les deux principales sources d'expansion de la population active ces dernières années, chacune ayant des effets distincts sur la situation globale du marché du travail. Les deux groupes ont augmenté en termes non seulement de population, mais aussi de taux d'activité. Les travailleurs plus âgés, qui affichent généralement des taux de chômage plus faibles, ont exercé une pression structurelle à la baisse sur le taux de chômage agrégé. Les migrants ont tendance à présenter des taux de chômage plus élevés, mais des données récentes suggèrent qu'une grande partie de l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre provenant de ce groupe s'est directement traduite par des emplois, limitant ainsi la pression à la hausse sur le taux de chômage.

Le nombre d'heures travaillées n'a pas suivi la tendance observée pour le nombre de personnes employées, le nombre moyen d'heures travaillées par salarié demeurant inférieur aux niveaux enregistrés avant la pandémie de COVID-19 dans plusieurs pays de la zone euro. Si le nombre de personnes employées a fortement augmenté, le nombre moyen d'heures travaillées par salarié

a diminué. Cela reflète des effets de composition (par exemple, les travailleurs plus âgés et les femmes travaillent en moyenne moins d'heures par semaine) ainsi que des modifications plus générales des modes de travail. Cette divergence est importante pour l'évaluation de l'activité économique, car la croissance du produit intérieur brut (PIB) dépend non seulement du nombre de personnes occupant un emploi, mais aussi de l'intensité avec laquelle la main-d'œuvre est utilisée.

L'expansion et la composition changeante de la population active ont des implications importantes pour la production potentielle, le chômage d'équilibre et la dynamique du marché du travail. La croissance de la population active a directement soutenu la production potentielle à un moment où l'investissement et la productivité globale des facteurs étaient modérés. L'évolution vers une main-d'œuvre plus âgée et plus qualifiée a entraîné à la fois un recul du chômage et un ralentissement du dynamisme du marché du travail, tandis que la part croissante de travailleurs étrangers a contribué à atténuer les pénuries de main-d'œuvre dans des secteurs clés de l'économie de la zone euro. Toutefois, une moindre fluidité du marché et une proportion plus faible de jeunes dans la population pourraient compromettre l'entrepreneuriat et freiner la productivité. Dans le même temps, l'augmentation de l'âge moyen auquel les individus produisent pour la première fois des innovations notables, l'adoption de nouvelles technologies et la disponibilité d'emplois adaptés aux personnes plus âgées pourraient atténuer les effets négatifs du vieillissement de la population ¹.

Le présent article analyse ces évolutions de la population active de la zone euro et examine leurs conséquences sur la croissance et la dynamique du marché du travail. La section 2 examine comment la forte croissance de la population active a soutenu la croissance du PIB ces dernières années. La section 3 décrit le taux d'activité selon l'âge, le genre et le niveau d'éducation, et fournit une évaluation détaillée du vieillissement de la population et de ses conséquences sur l'offre future de main-d'œuvre. La section 4 analyse la contribution des travailleurs étrangers à la croissance de la population active de la zone euro. La section 5 examine les implications de la composition changeante de la population active pour la volatilité et la dynamique du marché du travail, y compris le nombre moyen d'heures travaillées. La section 6 apporte une conclusion.

2 La contribution de la population active à la croissance du PIB

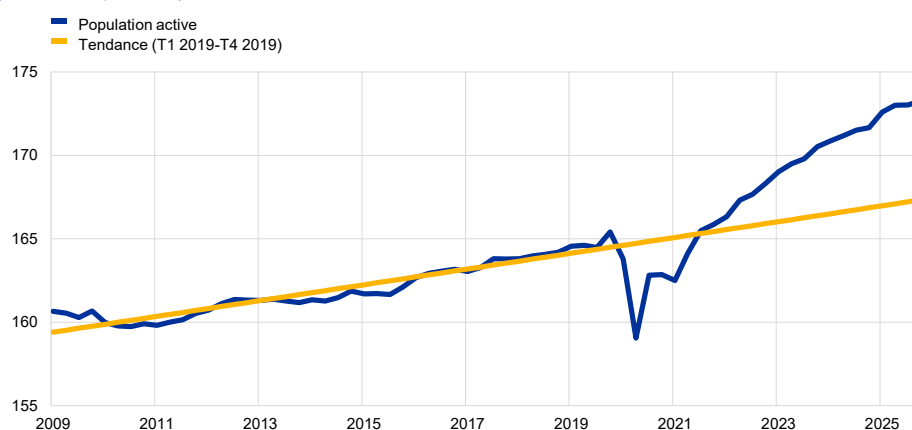
La population active de la zone euro a affiché une croissance rapide au cours des cinq dernières années. Elle a augmenté de 7,8 millions de personnes depuis le quatrième trimestre 2019 pour atteindre 173 millions mi-2025 (graphique 1). Cette augmentation est considérable par rapport aux dix années précédentes. Si la population active avait évolué en ligne avec la tendance observée entre 2009 et 2019, elle s'établirait actuellement à 167 millions de personnes

¹ Cf. Acemoglu *et al.* (2022), Maestas *et al.* (2023), FMI (2025), OCDE (2025) et Jones (2010) pour une analyse de l'impact du vieillissement de la population sur la productivité, du rôle des emplois adaptés aux personnes plus âgées et de l'évolution de la répartition par âge de l'innovation.

environ, 5,9 millions de moins que le niveau actuel. L'augmentation de la population active depuis le quatrième trimestre 2019 reflète deux facteurs : une hausse de la population totale en âge de travailler, qui a augmenté de 5,8 millions de personnes, et une hausse du taux d'activité, qui est passé de 64,6 % au quatrième trimestre 2019 à 66,2 % au quatrième trimestre 2025. Les travailleurs étrangers expliquent l'essentiel de l'augmentation de la population en âge de travailler ².

Graphique 1 Évolution de la population active

(en millions de personnes)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La tendance linéaire est calculée pour la période allant du premier trimestre 2009 au quatrième trimestre 2019. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2025.

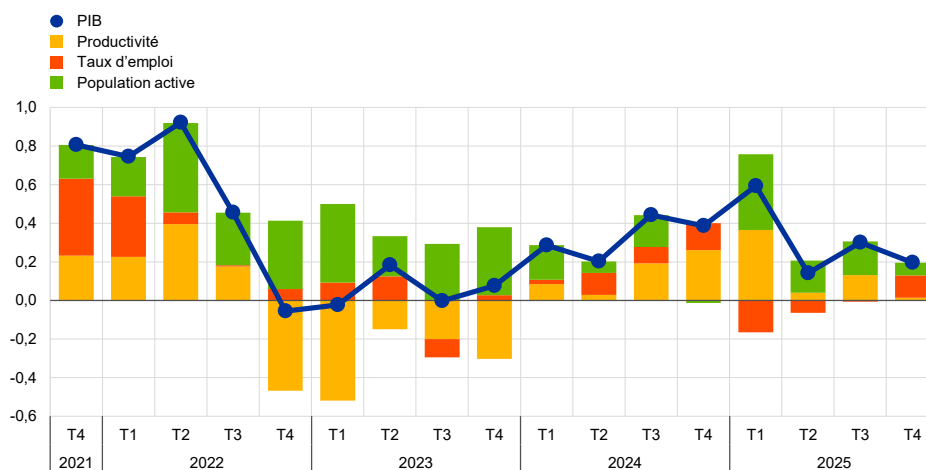
L'augmentation de la population active a constitué un facteur important de soutien de la croissance du PIB ces dernières années. Depuis le troisième trimestre 2021, la population active et le taux d'emploi (la part des actifs occupant un emploi) ont, à eux deux, expliqué plus de la moitié de la croissance du PIB pour la plupart des trimestres (graphique 2). Au cours de cette période, le facteur travail (la contribution combinée de la croissance de la population active et des variations du taux d'emploi) a été le contributeur positif le plus constant de la croissance du PIB. Cette tendance reflète une caractéristique plus générale de la reprise post-pandémie dans la zone euro (en particulier en 2022 et 2023), à savoir que la croissance a présenté une intensité de main-d'œuvre inhabituellement forte, reposant davantage sur l'augmentation du nombre de personnes occupant un emploi que sur des gains de productivité (Berson *et al.*, 2024 ; Arce et Sondermann, 2024 ; Consolo *et al.*, 2026). Cette tendance s'est en partie inversée en 2024 et 2025, avec la reprise de la croissance de la productivité. Les sections suivantes examinent les déterminants de cette augmentation de l'offre de main-d'œuvre, y compris l'évolution des taux d'activité, le rôle des travailleurs plus âgés et la contribution des migrations.

² La plupart des analyses présentées dans cet article portent sur la zone euro dans son ensemble. Toutefois, l'évolution de la population active et des migrations varie considérablement d'un pays à l'autre au sein de la zone euro. Cf. par exemple, Arce *et al.* (2025) et Bodnár et Nerlich (2022).

Graphique 2

Contribution du taux d'emploi et de la population active à la croissance du PIB

(variations trimestrielles en pourcentage pour le PIB ; contributions en points de pourcentage pour les autres variables)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le taux d'emploi utilisé ici correspond au nombre de personnes occupant un emploi par rapport à la population active totale (les personnes occupant un emploi et les personnes au chômage) Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025.

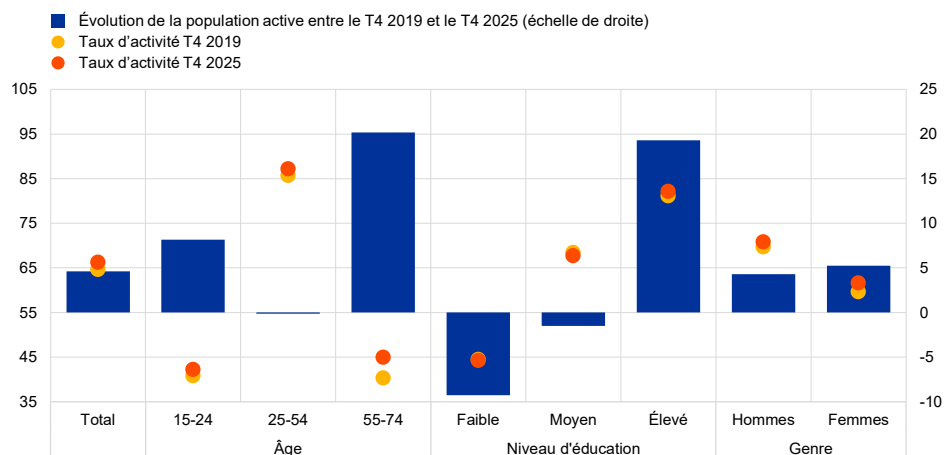
3 Évolution de la population active : âge, compétences et genre

La composition de la population active de la zone euro a nettement évolué depuis 2019, avec des parts croissantes de travailleurs plus âgés et hautement qualifiés. Le nombre de travailleurs âgés de 55 à 74 ans a augmenté de 20,2 % entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2025, tandis que le nombre de travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur a augmenté de 19,3 % sur la même période (graphique 3). La part des travailleurs plus âgés dans la population active est passée de 20 % environ en 2019 à 23 % en 2025, tandis que la part des travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur est passée de 34 % à 39 %. Ces évolutions s'expliquent non seulement par le vieillissement de la population et la montée en compétences, mais également par des taux d'activité plus élevés.

Graphique 3

Taux d'activité et évolutions de la population active par groupe démographique

(échelle de gauche : en pourcentages de la population en âge de travailler ; échelle de droite : variations en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Les taux d'activité ont augmenté dans la plupart des groupes démographiques, les hausses les plus marquées ayant été observées pour les travailleurs plus âgés et les femmes. Le taux d'activité de la tranche d'âge des 55-74 ans a augmenté pour passer de 40,3 % à 44,9 % entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2025 (graphique 3). L'écart de participation entre les femmes et les hommes a continué de se réduire, la population active féminine ayant augmenté de 5,2 % au cours de la même période, contre 4,3 % pour les hommes. Néanmoins, un écart de 9 points de pourcentage subsistait au quatrième trimestre 2025. Même si cela représente une réduction significative par rapport aux niveaux historiques, l'écart reste important, ce qui suggère que les obstacles structurels à la participation des femmes au marché du travail (y compris la disponibilité de services de garde d'enfants, le traitement fiscal du deuxième revenu du ménage et la ségrégation sectorielle) n'ont pas été entièrement levés³. Ces évolutions de la composition de la population active vers des groupes dont les taux d'activité sont historiquement différents ont des implications pour le taux d'activité agrégé (comme l'explique également l'encadré 1).

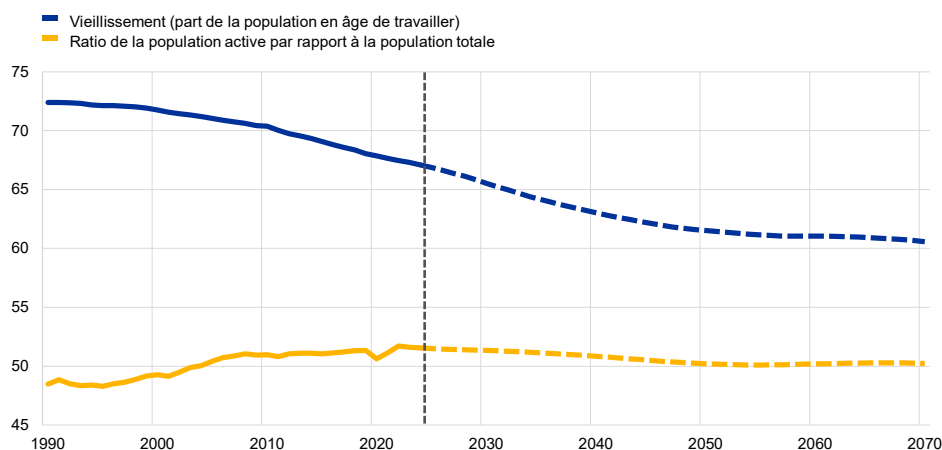
Le vieillissement de la population en âge de travailler dans la zone euro ne s'est pas traduit par une baisse proportionnelle de la population active. Même si la part de la population en âge de travailler en pourcentage de la population totale a diminué depuis le début des années 1990, la part de la population active dans la population totale est restée globalement stable et a même légèrement augmenté par rapport à son niveau des années 1990 (graphique 4). Selon le dernier rapport de la Commission européenne sur le vieillissement, cette divergence devrait persister, sous l'effet d'une hausse soutenue du taux d'activité des femmes, d'une augmentation du taux d'activité des travailleurs plus âgés et de la persistance d'un

³ Outre l'écart de taux d'activité entre les femmes et les hommes, il existe un écart de genre considérable en matière de rémunération. Cf. par exemple, Berson, Botelho *et al.* (2025).

solde migratoire net positif (Commission européenne, 2024 ; Abbritti *et al.*, à paraître) ^{4, 5}.

Graphique 4 Vieillesse et population active

(pourcentages)



Sources : Indicateurs de développement de la Banque mondiale et groupe de travail de la Commission européenne sur le vieillissement.

Notes : La variable « vieillissement » est définie comme la part de la population en âge de travailler (âgée de 15 à 64 ans) dans la population totale. La population en âge de travailler et la population active étant définies par rapport à la population totale, le graphique montre que la population active a également augmenté en nombre de personnes.

Le vieillissement de la population et les évolutions récentes de la population active ont, pour la croissance économique et les tensions sur le marché du travail, des implications qui se compensent entre elles. Si le vieillissement démographique seul tend à exercer une pression à la baisse directe sur la croissance économique et l'offre de main-d'œuvre, la hausse des taux d'activité et un solde migratoire net soutenu peuvent accroître l'offre de main-d'œuvre, lui permettant de répondre à la demande et atténuant ces facteurs démographiques défavorables ⁶.

Le vieillissement modifie la répartition de la population dans la zone euro, avec des implications pour les principaux indicateurs du marché du travail. Le vieillissement de la population réduit le nombre de personnes dans les cohortes plus jeunes, tout en augmentant simultanément la part de la population dans la tranche d'âge des 60-74 ans (graphique 5). Dans un contexte d'allongement de l'espérance de vie et de relèvement de l'âge légal et effectif de départ à la retraite, ces cohortes plus âgées contribuent davantage à la population active qu'au cours des décennies précédentes. Lors de l'évaluation de l'impact du vieillissement de la population sur l'offre de main-d'œuvre, il est donc important d'examiner la partie supérieure de la répartition par âge, où une réserve croissante d'actifs plus âgés constitue un coussin

⁴ Cette évolution s'explique également par le relèvement de l'âge de départ à la retraite (cf. Bodnár et Nerlich, 2020).

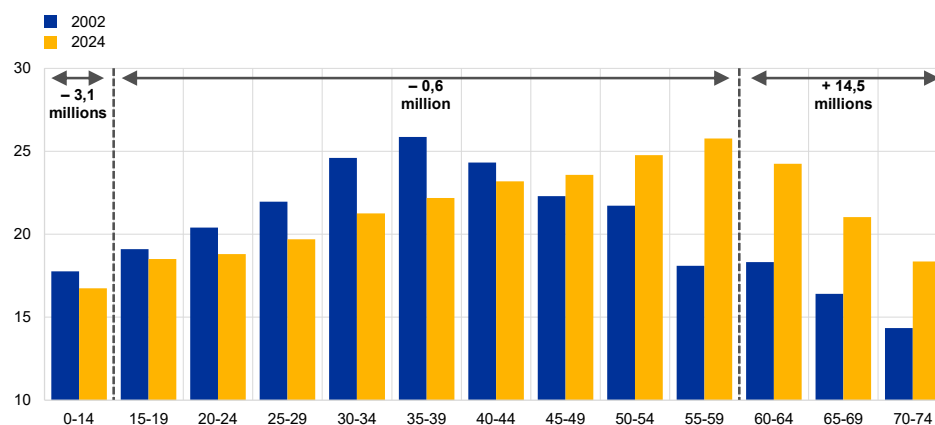
⁵ Dans le Rapport 2024 de la Commission européenne sur le vieillissement, les hypothèses relatives au solde migratoire net ont tendance à refléter les moyennes historiques. À plus long terme, l'impact de la migration devrait être plus faible.

⁶ Cf. Fernández-Villaverde *et al.* (2025) and Abbritti *et al.* (à paraître) pour une analyse de la façon dont le vieillissement et l'évolution de la population active contribuent à la croissance économique.

permettant d'amortir les facteurs démographiques défavorables. Toutefois, la persistance de faibles taux de fécondité continue de réduire la part des cohortes plus jeunes rejoignant la population active, ce qui signifie que l'augmentation actuelle du taux d'activité des travailleurs plus âgés ne compense que de façon transitoire le frein démographique à plus long terme ⁷.

Graphique 5 Répartition par âge de la population de la zone euro

(en millions de personnes)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

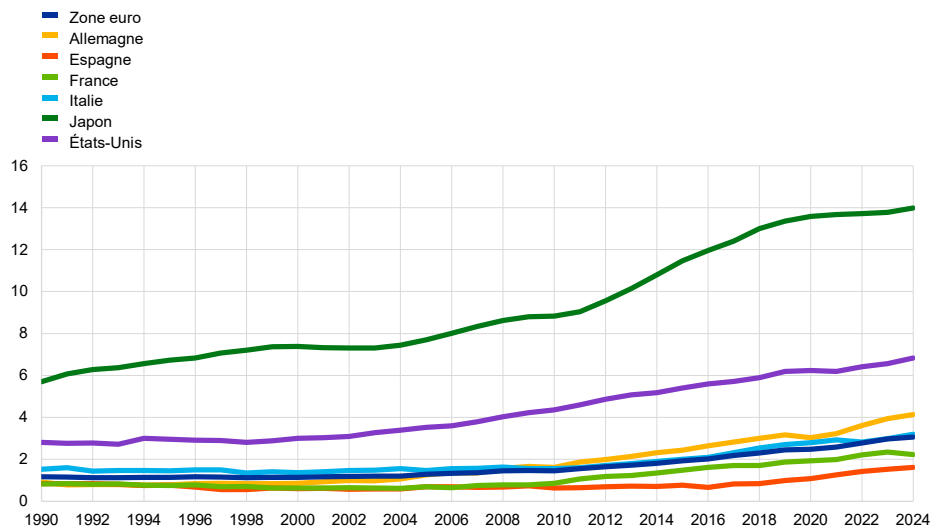
Par rapport aux autres économies avancées, la zone euro dispose d'une marge de manœuvre importante pour accroître la participation des travailleurs plus âgés au marché du travail. Les travailleurs âgés de 65 ans et plus représentent environ 3 % de la population active de la zone euro, contre 7 % environ aux États-Unis et 14 % environ au Japon (graphique 6). Cet écart reflète en partie les différences dans l'architecture des systèmes de retraite et les cadres institutionnels, mais il montre également une offre de main-d'œuvre inexploitée dans la zone euro. Une partie de cet ajustement est déjà en cours, les cohortes successives s'adaptant progressivement à des âges légaux et effectifs de départ à la retraite plus élevés. En outre, l'allongement de l'espérance de vie et l'amélioration de la santé aux stades ultérieurs de la vie devraient permettre à une part croissante de travailleurs de rester actifs plus longtemps, en particulier dans les emplois moins exigeants physiquement. Considérés ensemble, ces facteurs suggèrent qu'un taux d'activité accru parmi les travailleurs plus âgés pourrait continuer d'atténuer l'impact du vieillissement sur la population active de la zone euro, au moins à moyen terme. Toutefois, les taux d'activité des différents pays et groupes démographiques ont tendance à atteindre un plafond. Cela limite les effets compensateurs potentiels de la hausse du taux d'activité. Les migrations et les progrès technologiques sont donc essentiels pour contribuer à atténuer l'impact économique du vieillissement de la population.

⁷ Si le vieillissement est un indicateur de l'évolution de la population en âge de travailler, il est également important de tenir compte de l'augmentation de l'âge effectif de départ à la retraite (partie droite du graphique 5) et de la baisse des taux de fécondité globaux (partie gauche du graphique 5) pour mieux évaluer le déplacement vers le haut de la répartition par âge de la population de la zone euro depuis le début des années 2000.

Graphique 6

Part des travailleurs âgés de 65 ans et plus dans la population active totale

(pourcentages)



Sources : Indicateurs de développement de la Banque mondiale et calculs des services de la BCE.

Note : La population active totale inclut tous les travailleurs âgés de 15 ans et plus, occupant un emploi et au chômage.

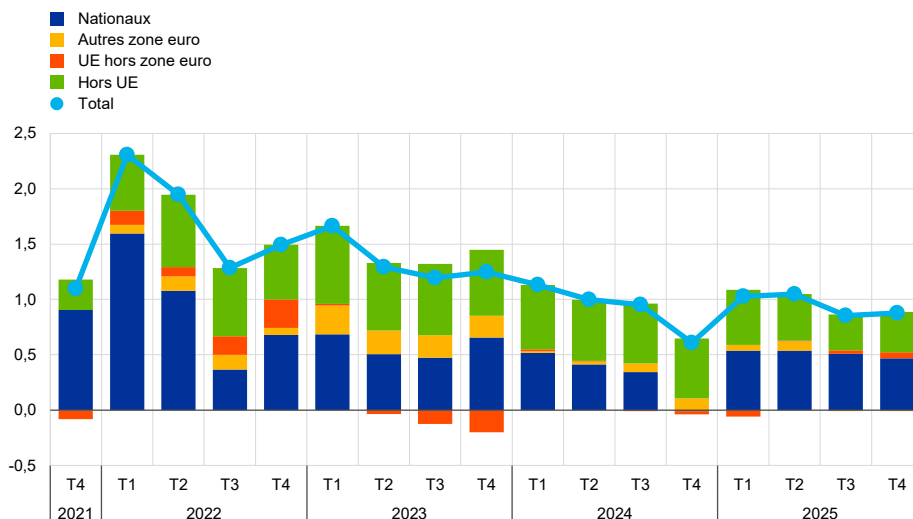
4 Contribution des migrations à la population active de la zone euro

Les travailleurs étrangers ont contribué de manière significative à la croissance récente de la population active de la zone euro⁸. Si les travailleurs étrangers ne représentaient que 8 % environ de la population active totale de la zone euro en 2021, ils ont expliqué plus de la moitié de la croissance de la population active au cours des quatre dernières années (graphique 7), soit 4,2 millions de travailleurs supplémentaires, leur part atteignant 10 % (Arce *et al.*, 2025).

⁸ L'analyse présentée dans cette section s'appuie sur les données tirées de l'enquête de l'UE sur les forces de travail (*EU Labour Force Survey*, EFT-UE) concernant les personnes de nationalité étrangère. Il est possible que cette mesure sous-estime le nombre de migrants dans un pays, car certains migrants acquièrent la nationalité du pays d'accueil au fil du temps. En outre, l'EFT-UE ne couvre que les personnes vivant dans des ménages privés, ce qui signifie que les migrants de courte durée peuvent ne pas être pris en compte dans les données. Néanmoins, l'EFT-UE reste la source de données harmonisées la plus complète sur les migrations dans la zone euro.

Graphique 7 Croissance de la population active par nationalité

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

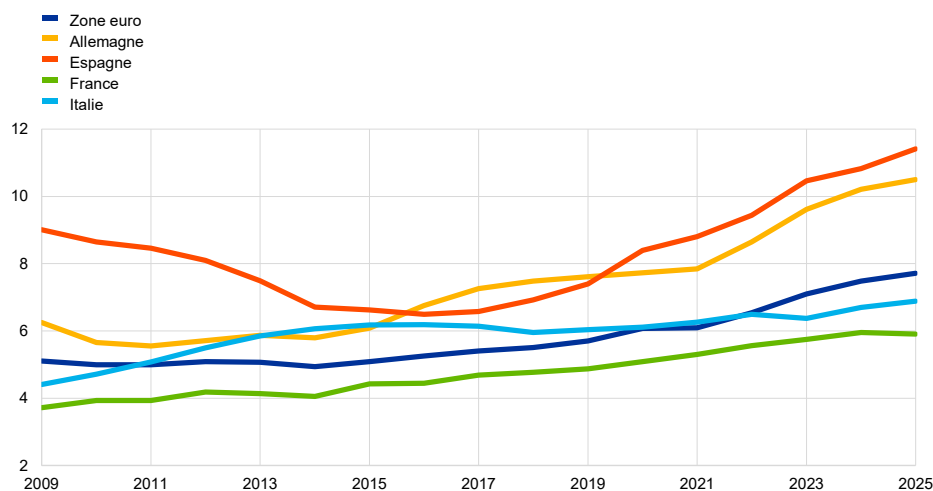
Notes : « UE hors zone euro » et « hors UE » désignent les personnes qui font partie de la population active de la zone euro mais ne sont pas ressortissantes d'un pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025.

Cette hausse s'explique en grande partie par l'afflux important de travailleurs non ressortissants de l'UE et par leur participation accrue au marché du travail. La croissance de la population active étrangère s'est accélérée, reflétant l'arrivée d'Ukrainiens déplacés par la guerre menée par la Russie contre leur pays, dont beaucoup se sont installés en Allemagne, ainsi que l'augmentation des flux de personnes en provenance des pays d'Amérique latine vers l'Espagne (graphique 8). Dans le même temps, le taux d'activité des citoyens de pays non membres de l'UE est passé de 64,1 % environ en 2022 à près de 66,6 % en 2025. En particulier, ce taux est supérieur à celui des nationaux de la zone euro depuis 2024, malgré la hausse régulière du taux d'activité de ces derniers, qui est passé de 63 % environ à près de 66 % au cours de la dernière décennie, et malgré l'afflux important de réfugiés ukrainiens, qui ont un taux d'activité plus faible à leur arrivée et comptent une forte proportion de femmes (Botelho et Hägele, 2023).

Graphique 8

Part de la population étrangère dans les principaux pays de la zone euro

(Pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : « Population étrangère » désigne les personnes en âge de travailler (de 15 à 74 ans) qui ont la nationalité d'un pays non membre de l'UE. Les dernières observations se rapportent à 2025.

Même avant les flux migratoires importants de ces dernières années, les travailleurs de pays non membres de l'UE représentaient une part de plus en plus élevée de la population en âge de travailler de la zone euro. La part des

citoyens non ressortissants de l'UE résidant dans la zone euro a augmenté de manière régulière au cours de la dernière décennie (graphique 8), avec l'afflux important de réfugiés en provenance du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord à partir de 2015. Les flux migratoires ont été temporairement ralentis par la COVID-19, mais ont augmenté à un rythme encore plus rapide après l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie.

Les migrations en provenance de pays non membres de l'UE gagnent en importance par rapport à celles en provenance de pays de l'UE. Les tendances

observées dans les profils des flux migratoires au fil du temps et dans les principaux pays de la zone euro suggèrent que les migrations sont déterminées non seulement par les évolutions dans les pays d'origine, mais aussi par la situation économique et les politiques migratoires des pays de destination ⁹. La croissance économique plus faible dans la zone euro par rapport à certains pays d'Europe centrale et orientale, ainsi que la dissipation de l'impact des changements de politiques économiques dans le contexte du processus d'élargissement de l'UE, pourraient expliquer pourquoi les flux migratoires en provenance de pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro sont devenus plus faibles que ceux en provenance de pays non membres de l'UE. La part des migrants en provenance de pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro est demeurée à 1,7 % environ depuis 2020, après une période d'afflux

⁹ Sastre *et al.* (2025) fournissent des éléments montrant qu'environ la moitié des flux migratoires vers l'UE entre 2015 et 2021 s'explique par les évolutions dans les pays d'origine et l'autre moitié environ par les évolutions dans les pays de destination. En outre, plus le revenu par habitant est élevé et plus le taux de chômage est faible dans le pays de destination, plus les flux migratoires ont tendance à être importants (Kiss *et al.*, 2026). Ce constat est cohérent avec le fort impact négatif de la pandémie sur les flux migratoires (Bodnár et O'Brien, 2022).

très importants avant la pandémie ¹⁰. Pour l'avenir, l'évolution des tendances démographiques et les pénuries de main-d'œuvre qui en découlent (cf. section 3) devraient agir comme un facteur d'attraction pour les migrants en provenance de pays non membres de l'UE. Compte tenu de leur contribution importante et croissante à la population active de la zone euro, la suite de cette section se concentre sur les citoyens non ressortissants de l'UE.

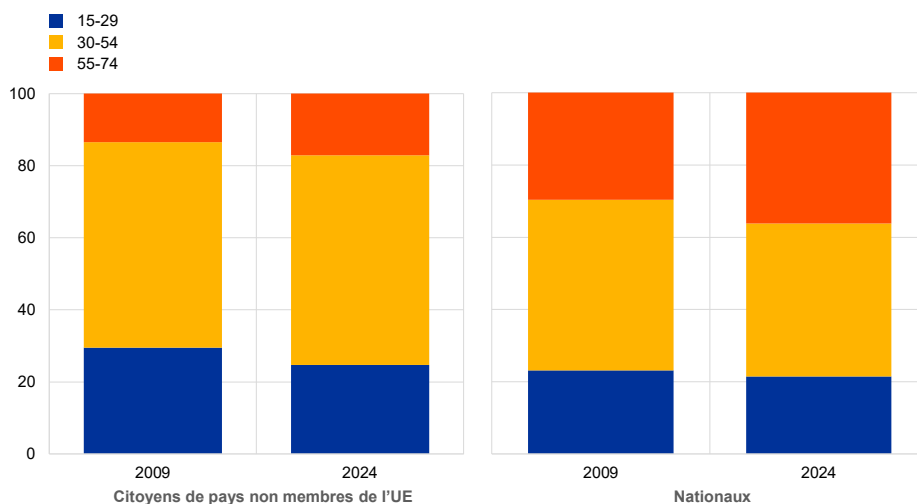
Il existe des différences notables entre les migrants et les nationaux de la zone euro : premièrement, les migrants provenant de l'extérieur de l'UE sont en moyenne plus jeunes. La part des jeunes (âgés de 15 à 29 ans) dans la population en âge de travailler est légèrement plus élevée pour les citoyens non ressortissants de l'UE, tandis que la part des personnes plus âgées (de 55 à 74 ans) est nettement plus faible et a augmenté dans une bien moindre mesure depuis 2009 (graphique 9, partie a) Cela peut refléter le fait que de nombreuses personnes qui émigrent le font pour des raisons professionnelles, mais aussi que les déplacements d'un pays à l'autre sont plus difficiles pour les personnes plus âgées. En raison du profil d'âge plus jeune des travailleurs étrangers, les migrations ont partiellement atténué le frein démographique dû au vieillissement de la population dans la zone euro (cf. section 3).

Graphique 9

Composition démographique des migrants provenant de pays non membres UE et des populations nationales

a) Âge

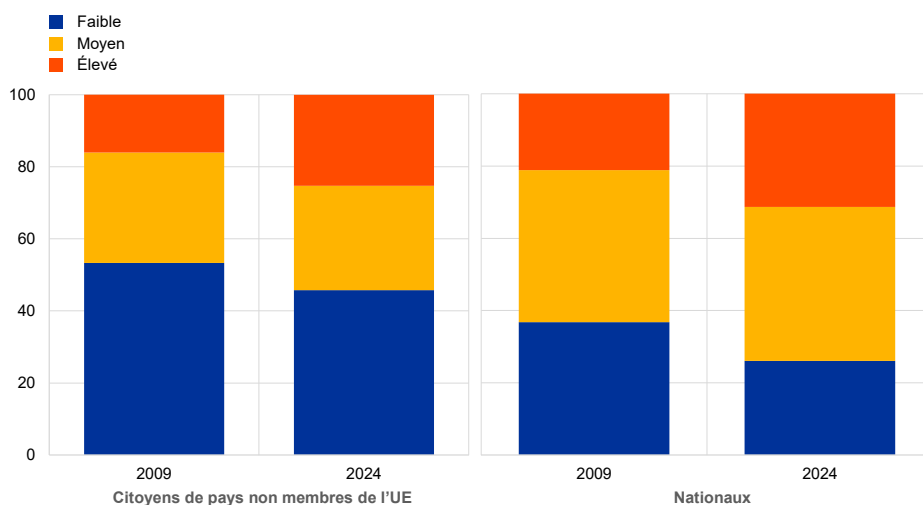
(pourcentages)



¹⁰ L'afflux important observé avant la pandémie provenait des pays d'Europe centrale et orientale dans un contexte d'élargissement de l'UE. Cette migration s'est principalement dirigée vers l'Allemagne et l'Autriche, à partir de 2011 et 2014 respectivement, à la suite de la levée des restrictions sur la libre circulation des ressortissants des nouveaux États membres de l'UE, ainsi que vers certains pays ayant levé ces restrictions avant 2011, tels que l'Irlande, le Royaume-Uni et la Suède.

b) Niveau d'éducation

(pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Seule la population en âge de travailler (de 15 à 74 ans) est couverte. Les niveaux d'éducation sont fondés sur la Classification internationale type de l'éducation (CITE). Un niveau d'éducation « faible » correspond à un niveau d'enseignement pré-primaire, primaire ou de premier cycle de l'enseignement secondaire (niveaux CITE 0 à 2), « moyen » couvre l'enseignement secondaire supérieur et l'enseignement post-secondaire non tertiaire (niveaux CITE 3 et 4), et « élevé » correspond à l'enseignement supérieur (niveaux CITE 5 à 8).

Deuxièmement, le niveau d'éducation des migrants provenant de pays hors UE est légèrement plus faible, même s'il s'améliore de façon régulière au fil du temps. Les citoyens de pays non membres de l'UE comptent davantage de personnes peu qualifiées et moins de personnes moyennement ou hautement qualifiées (graphique 9, partie b) que les populations nationales. Toutefois, l'écart entre les nationaux et les citoyens de pays non membres de l'UE en matière de niveau d'études supérieures (niveau de qualification « élevé ») est relativement faible : en 2024, 25 % des citoyens de pays non membres de l'UE étaient titulaires d'un diplôme de l'enseignement supérieur, contre 31 % des nationaux. Le niveau d'éducation a augmenté à un rythme globalement comparable dans les deux groupes. Dans le même temps, les données d'Eurostat montrent que les migrants de deuxième génération rattrapent entièrement les nationaux en termes d'éducation.

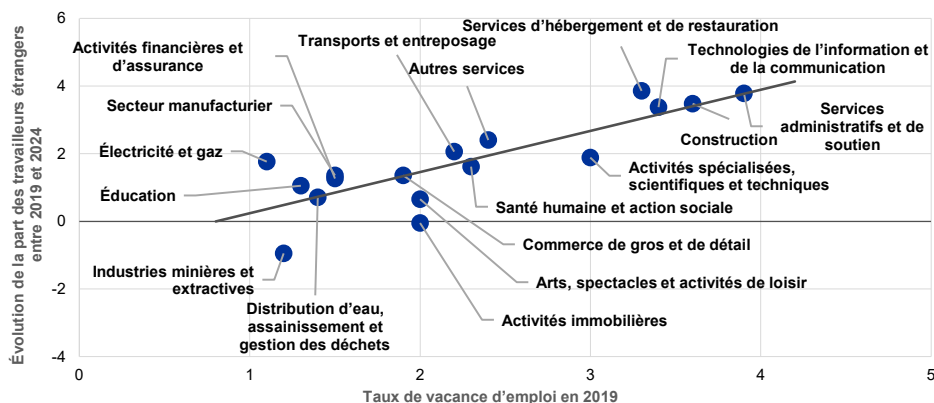
Troisièmement, les travailleurs étrangers ont tendance à rejoindre des secteurs dans lesquels la demande de main-d'œuvre est plus élevée. Les travailleurs non ressortissants de l'UE ont apporté une contribution nettement plus importante que les nationaux à la croissance de l'emploi dans les secteurs confrontés à des pénuries de main-d'œuvre plus marquées, telles que mesurées par le taux de vacance d'emplois (graphique 10, partie a). Cela inclut certains secteurs exigeant des qualifications plus élevées (tels que les services d'information et de communication) et d'autres nécessitant des qualifications moins élevées (tels que les services d'hébergement et de restauration ainsi que la construction).

Graphique 10

Allocation par secteur et adéquation de l'emploi des citoyens non ressortissants de l'UE

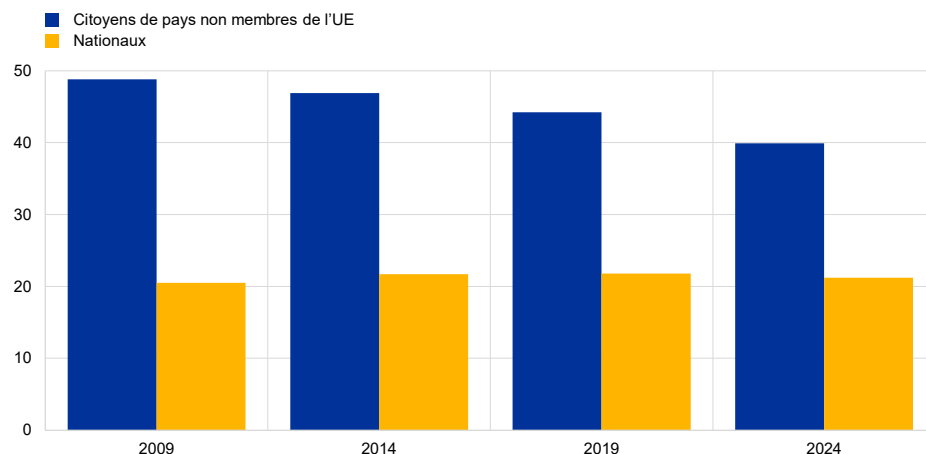
a) Évolution de la part des travailleurs étrangers et des postes vacants dans les différents secteurs

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



b) Taux de surqualification

(pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : l'évolution de la part des travailleurs étrangers entre 2019 et 2024 est calculée comme la variation en points de pourcentage de la part des travailleurs non ressortissants de l'UE. Seule la population en âge de travailler (de 15 à 74 ans) est couverte. Partie b) : le taux de surqualification est calculé comme le nombre de personnes âgées de 15 à 64 ans diplômées de l'enseignement supérieur (niveaux CIP 5 à 8) occupant des emplois peu ou moyennement qualifiés (grands groupes 4 à 9 de la Classification internationale type des professions)

Faire correspondre les qualifications des travailleurs étrangers aux emplois appropriés demeure un défi majeur.

Dans l'ensemble, les données suggèrent que l'augmentation des migrations a contribué à atténuer les pénuries de main-d'œuvre et de compétences. Toutefois, il est essentiel de faire correspondre efficacement les qualifications aux emplois afin de maximiser les bénéfices de la migration. En 2024, le taux de surqualification – la proportion de personnes diplômées de l'enseignement supérieur occupant des emplois moyennement ou peu qualifiés – atteignait 40 % pour les citoyens de pays non membres de l'UE, presque deux fois plus que pour les nationaux (graphique 10, partie b). L'écart s'est nettement réduit depuis 2009, ce qui suggère un meilleur alignement des qualifications des travailleurs étrangers sur les exigences des emplois, mais il reste encore une marge d'amélioration importante. La

surqualification pèse également sur la productivité, car les travailleurs employés sous leur niveau de qualification ne contribuent pas à leur plein potentiel.

Encadré 1

Taux d'activité dans la zone euro et aux États-Unis : une comparaison des tendances

Ramon Gomez-Salvador et Til Pommer

En 2024, le taux d'activité pour la tranche d'âge des 15-74 ans s'est établi à 65,7 % en moyenne dans la zone euro, soit 2,3 points de pourcentage de moins qu'aux États-Unis. Cet écart, légèrement plus élevé pour les hommes que pour les femmes, s'est resserré ces dernières années. Par rapport à 2009, le taux d'activité a augmenté de 3,1 points de pourcentage dans la zone euro (en particulier pour les femmes), alors qu'il a diminué de 2 points de pourcentage aux États-Unis (principalement pour les hommes), réduisant l'écart entre la zone euro et les États-Unis d'environ 5 points de pourcentage ¹¹. Cet encadré examine les tendances à long terme dans la zone euro et aux États-Unis afin de déterminer comment l'évolution vers une population plus âgée et plus instruite influe sur le taux d'activité. L'analyse utilise des microdonnées et suit une approche adoptée par le Système fédéral de réserve des États-Unis qui nous permet de créer 44 groupes distincts combinant deux genres, sept tranches d'âge (15-19 ans, 20-24 ans, 25-34 ans, 35-44 ans, 45-54 ans, 55-64 ans et 65-74 ans) et quatre catégories de niveau d'éducation pour les personnes âgées de plus de 24 ans (lycée, quelques études supérieures, licence et master ou plus) ¹². Avec ces données, nous réalisons une analyse structurelle résiduelle (*shift-share analysis*) et estimons également l'évolution des tendances pour les différents groupes.

Afin de quantifier dans quelle mesure les évolutions du taux d'activité agrégé depuis 2009 sont déterminées par les évolutions démographiques, nous construisons deux scénarios : le scénario 1 fixe le taux d'activité de chaque groupe âge-genre au niveau de 2009 et utilise les parts de population effectives comme pondération jusqu'à 2024 (lignes jaunes dans le graphique A) ; le scénario 2 ajoute la distribution du niveau d'études et permet aux niveaux d'études de chaque groupe âge-genre d'évoluer avec les données (lignes rouges). Ces scénarios contrefactuels isolent l'impact des évolutions du taux d'activité causées uniquement par des changements démographiques.

Les résultats indiquent que les modifications de la composition en termes d'âge et de genre tirent les taux d'activité vers le bas dans la zone euro comme aux États-Unis. Cela reflète le fait que le vieillissement de la population entraîne le déplacement d'une part croissante de la population vers les tranches d'âge pour lesquelles le taux d'activité est plus faible (effets cumulés entre 2009 et 2024 mis en évidence par les barres jaunes dans le graphique A). Le niveau d'éducation compense en partie la contribution négative des tendances démographiques – de façon plus visible dans la zone euro qu'aux États-Unis – ce qui montre l'impact positif de l'éducation sur le taux d'activité (barres rouges). La principale différence entre les deux zones économiques résulte d'évolutions intra-groupes qui ont apporté une contribution positive et significative au taux d'activité

¹¹ La crise financière mondiale de 2008 ne semble pas avoir modifié les tendances du taux d'activité, ni dans la zone euro, ni aux États-Unis. Les résultats-clés sont comparables si l'analyse commence en 2013. Seul l'impact âge-genre diminue, mais il reste négatif.

¹² Cf., par exemple, Hornstein *et al.* (2018). En raison de la disponibilité des données, le groupe le plus jeune couvre les 15-19 ans pour la zone euro et les 16-19 ans pour les États-Unis.

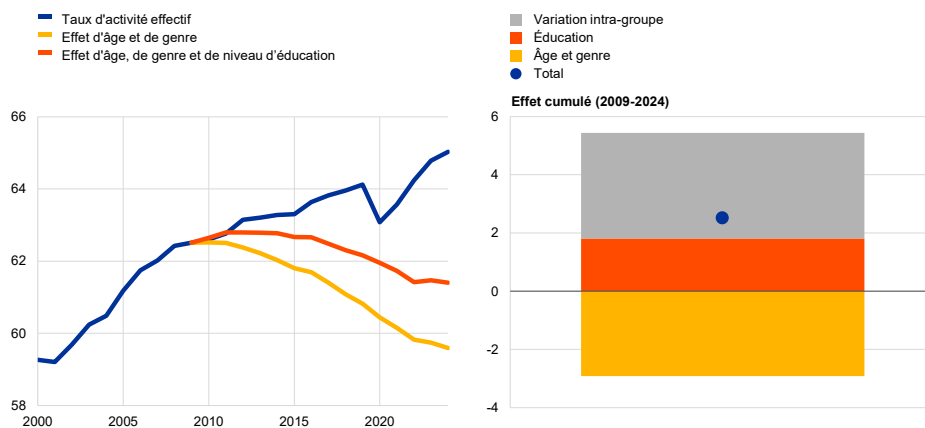
dans la zone euro, tout en exerçant un léger impact négatif sur le taux d'activité aux États-Unis (barres grises) ¹³.

Graphique A

Taux d'activité et ses déterminants pour la zone euro et les États-Unis

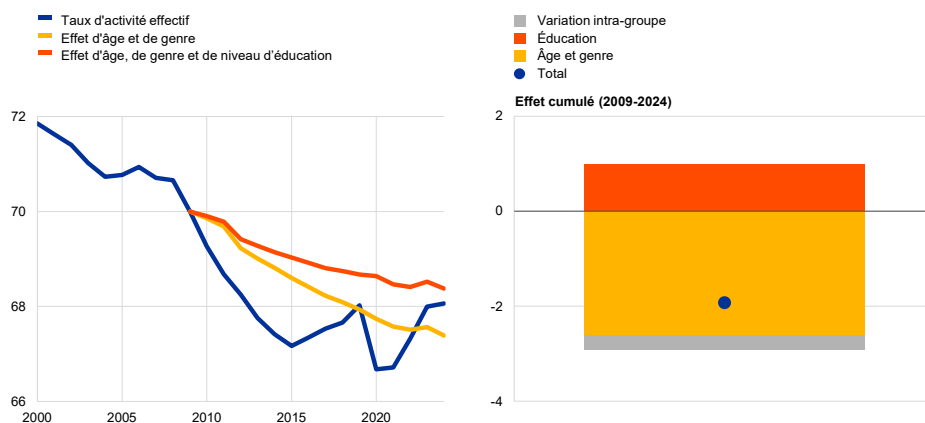
a) Zone euro

(pourcentages ; points de pourcentage)



b) États-Unis

(pourcentages ; points de pourcentage)



Sources : *US Current Population Survey*, enquête de l'UE sur les forces de travail (EFT-UE) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les taux d'activité présentés couvrent la tranche d'âge 15-74 ans pour la zone euro et 16-74 ans pour les États-Unis. Pour chaque sous-groupe, on fixe les taux d'activité à 2009, mais on applique les parts effectives des groupes. La variation « intra-groupe » est définie comme la différence entre la variation du taux d'activité total et les effets d'âge, de genre et de niveau d'éducation. Les dernières observations se rapportent à 2024.

Afin d'explorer plus en détail les variations intra-groupes, nous examinons comment les taux d'activité ont évolué selon les groupes d'âge et de genre spécifiques (graphique B). S'agissant du taux d'activité des femmes, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, nous observons une hausse généralisée pour les différentes tranches d'âge. Cela étant, dans la zone euro, la hausse est plus marquée pour les femmes âgées de 55 à 64 ans (plus de 20 points de pourcentage), alors qu'aux États-Unis, elle est plus limitée et concentrée au niveau de la limite inférieure de la tranche d'âge (25-54 ans). Concernant le taux d'activité des hommes, il existe également des tendances

¹³ La contribution des évolutions intra-groupes est obtenue par défaut. Elle inclut des effets d'âge variables dans le temps, c'est-à-dire des variations du taux d'activité à un certain âge (par exemple, une propension plus élevée à prendre sa retraite) et des effets de cohorte de naissance, c'est-à-dire des variations du taux d'activité selon les générations. Des effets conjoncturels font également partie du résidu, mais sont jugés négligeables.

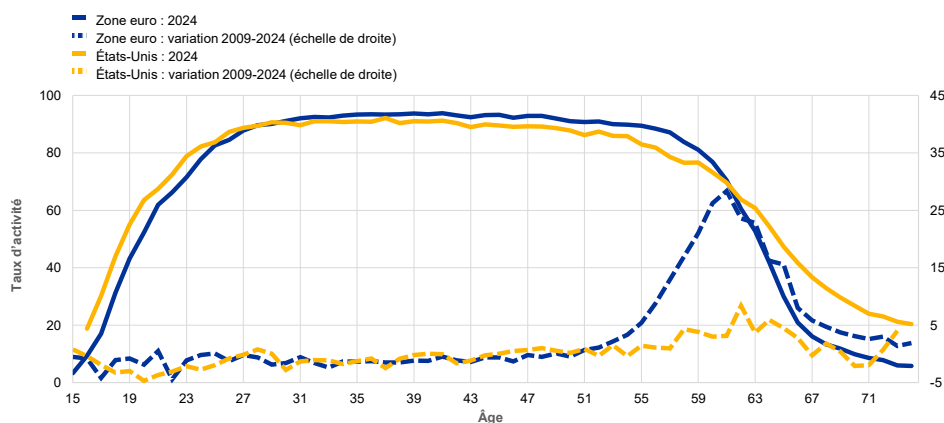
communes, telles que l'augmentation des taux d'activité des tranches d'âge les plus élevées (plus de 54 ans). Toutefois, dans la zone euro, cette hausse est non seulement plus prononcée (en particulier dans la tranche d'âge 60-65 ans, pour laquelle le taux d'activité a augmenté de 4,7 points de pourcentage aux États-Unis et de 22,1 points de pourcentage dans la zone euro), mais se poursuit en outre dans les tranches d'âge plus élevées. Dans les tranches d'âge plus jeunes pour les hommes, les taux d'activité sont demeurés globalement stables depuis 2009, à la seule exception des moins de 25 ans, pour lesquels on observe une légère baisse, en particulier aux États-Unis.

Graphique B

Taux d'activité par âge et par genre

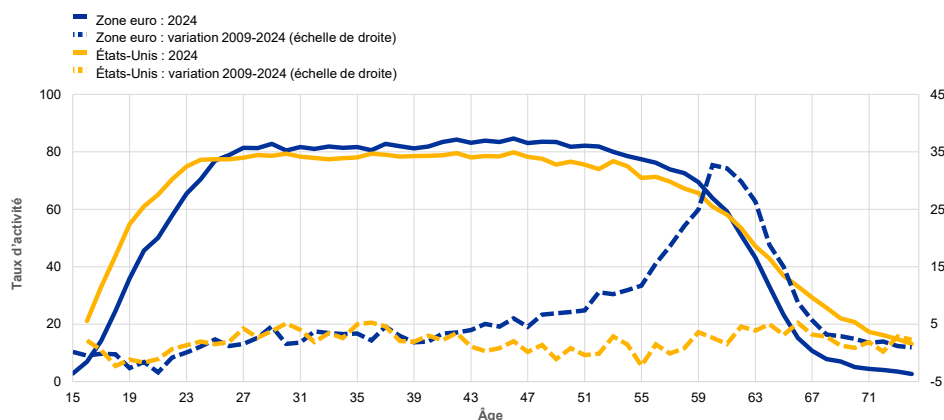
a) Hommes

(échelle de gauche : taux d'activité en 2024, pourcentage ; échelle de droite : variation du taux d'activité 2009-2024, points de pourcentage)



b) Femmes

(échelle de gauche : taux d'activité en 2024, pourcentage ; échelle de droite : variation des taux d'activité 2009-2024, points de pourcentage)



Sources : US Current Population Survey, Enquête de l'UE sur les forces de travail (EFT-UE) et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à 2024.

Ces variations des taux d'activité au sein des groupes démographiques ont plusieurs causes. Dans la zone euro, un plus grand nombre de travailleurs plus âgés sont restés dans la population active. Cela est dû en partie aux départs à la retraite plus tardifs, aux réformes des régimes de retraite et à la longévité (cf. section 3). De plus, le taux d'activité des femmes a augmenté. Cette hausse résulte en partie de mesures visant à accroître l'emploi féminin, y compris la garde d'enfants subventionnée pour les parents d'enfants en bas âge qui travaillent, les modifications de la fiscalité

et un congé amélioré (Berson et Botelho, 2023). Aux États-Unis, les taux d'activité des hommes se sont inscrits en baisse pour toutes les tranches d'âge, mais plus particulièrement pour les moins de 35 ans en raison d'un investissement prolongé dans l'éducation formelle. En revanche, les taux d'activité des femmes d'âge intermédiaire poussent à la hausse le taux d'activité global, les femmes blanches et hispaniques menant cette tendance. Dans les deux groupes, les taux d'activité sont généralement plus élevés pour les jeunes générations que pour leurs prédécesseurs (effet de cohorte), mais pour les femmes hispaniques, cette tendance a été renforcée par une hausse prononcée du taux d'activité à mesure qu'avancent en âge les travailleuses d'âge intermédiaire (effet âge).

5 Conséquences sur la dynamique du marché du travail

L'expansion et l'évolution de la composition de la population active de la zone euro ont d'importantes conséquences sur les indicateurs-clefs du marché du travail et le nombre moyen d'heures travaillées. Cette section examine deux dimensions de cette situation. Premièrement, la composition changeante de la population active a des conséquences sur l'évaluation du niveau et de la volatilité du taux de chômage et sur l'appréciation de la fluidité du marché du travail ¹⁴. Deuxièmement, au-delà du nombre de personnes constituant la population active (la « marge extensive »), le marché du travail de la zone euro continue d'afficher une tendance baissière du nombre hebdomadaire moyen d'heures travaillées par personne employée (la « marge intensive »). Par conséquent, la hausse de la population active ne se traduit pas entièrement par une augmentation proportionnelle du facteur travail, la croissance de la population active étant partiellement compensée par la baisse du nombre moyen d'heures travaillées.

Mesurer le chômage et la fluidité du marché du travail

La composition changeante de la population active exerce une pression à la baisse importante sur le taux de chômage. Comme indiqué dans les sections précédentes, les travailleurs plus âgés et les migrants, parallèlement à une montée en compétences généralisée de la main-d'œuvre, constituent les principaux déterminants de la croissance de la population active. Étant donné que les taux de chômage varient considérablement selon les groupes démographiques, ces changements de composition ont des conséquences importantes sur la mesure du chômage agrégé (graphique 11, partie a). La part croissante de travailleurs plus âgés et de travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur, deux groupes dont les taux de chômage sont nettement inférieurs à la moyenne globale, ont exercé une pression à la baisse persistante sur le taux de chômage agrégé. Les travailleurs plus âgés, en particulier, ont tendance à passer directement de l'emploi à l'inactivité plutôt qu'au chômage, leur sortie de la population active laissant largement inchangé

¹⁴ L'analyse de l'hétérogénéité du marché du travail est également essentielle pour évaluer les tensions sur le marché du travail et les évolutions de la courbe de Beveridge au cours du cycle d'activité (Abbritti et Consolo, 2024).

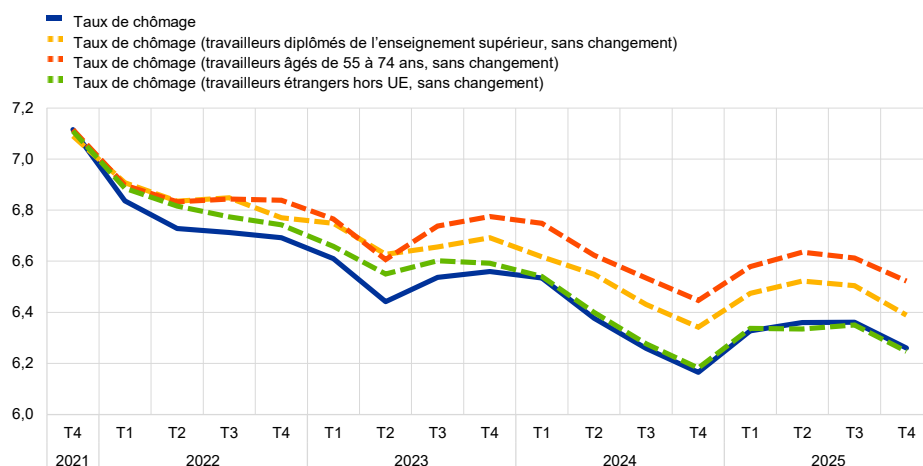
le taux de chômage agrégé (Berson, Dias da Silva *et al.*, 2025). De même, la hausse de la part des travailleurs étrangers dans la population active n'a pas entraîné d'augmentation du taux de chômage total, car le taux de chômage a diminué plus fortement pour ce groupe que pour les travailleurs nationaux. Depuis le quatrième trimestre 2021, le taux de chômage pour les travailleurs étrangers a baissé, revenant de 12 % à 10,5 % (quatrième trimestre 2025), tandis que pour les nationaux, il est revenu de 6,5 % à 5,6 %. Bien que les citoyens de pays non membres de l'UE affichent encore des taux de chômage supérieurs à ceux des nationaux, l'écart s'est nettement resserré depuis 2021. Il est important de noter que le taux de chômage global n'a pas augmenté en raison des migrations, car les nouvelles arrivées ont largement pourvu des postes dans des secteurs confrontés à de graves pénuries de main-d'œuvre plutôt qu'évincé des travailleurs en emploi ou accru la réserve de demandeurs d'emploi. Ces évolutions ont contribué à abaisser le taux de chômage à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis le début des années 1980, une tendance qui a débuté avant la pandémie (Botelho et Dias da Silva, 2019).

Graphique 11

Taux de chômage : niveau et volatilité

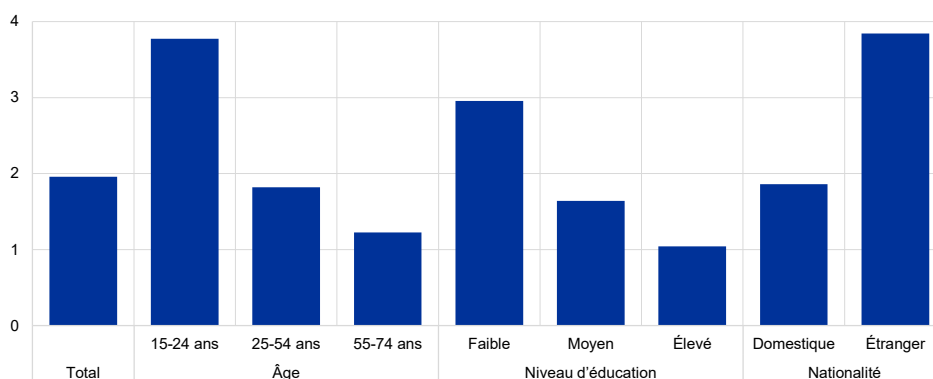
a) Composition de la population active et taux de chômage

(pourcentage)



b) Volatilité du taux de chômage

(écart type)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : dans les scénarios contrefactuels, les taux de chômage et les chiffres relatifs à la population active pour la main-d'œuvre hors UE, les travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur et les travailleurs plus âgés restent à leurs niveaux du quatrième trimestre 2021. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2025. Les taux de chômage et les chiffres relatifs à la population active sont corrigés des variations saisonnières. Partie b) : pour le taux de chômage total et chaque groupe démographique, les barres indiquent l'écart type sur la période allant du premier trimestre 2009 au quatrième trimestre 2025.

La volatilité du taux de chômage a également été influencée par ces évolutions de la population active.

Si le vieillissement et les migrations peuvent être vus comme des déterminants structurels à long terme du niveau du taux de chômage, ils influent également sur sa cyclicité et sa volatilité, ce qui a des conséquences sur sa sensibilité au cycle conjoncturel et sur l'évaluation des tensions sur le marché du travail qui est pertinente pour la politique monétaire. Les jeunes travailleurs affichent une volatilité du taux de chômage nettement plus élevée que les travailleurs d'âge moyen et plus âgés. Cela signifie qu'une population active dont le poids des cohortes plus âgées s'accroît pourrait afficher une sensibilité du chômage au cycle

plus modérée que ne le suggèrent les tendances historiques (graphique 11, partie b) ¹⁵.

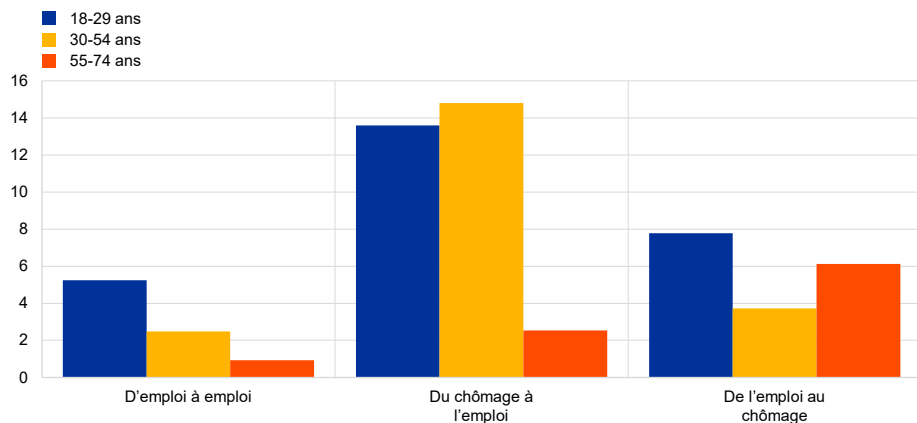
Une part plus élevée de travailleurs plus âgés au sein de la population active réduit le dynamisme du marché du travail, ce qui a des conséquences sur le comportement cyclique du chômage.

Il est bien établi qu'à mesure que les travailleurs accumulent les périodes d'occupation d'un poste, ils s'engagent moins dans la recherche d'emploi et connaissent moins de transitions d'un emploi à un autre ¹⁶. Des informations tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs confirment que ces transitions diminuent avec l'âge. Sur la période 2022-2025, plus de 5 % des travailleurs âgés de 18 à 29 ans ont été en transition d'emploi à emploi à chaque trimestre, contre seulement 1 % des travailleurs âgés de 55 à 74 ans (graphique 12). De plus, les travailleurs plus âgés qui sortent de l'emploi sont plus susceptibles de passer directement à l'inactivité (avec un départ à la retraite ou une sortie anticipée du marché du travail) qu'au chômage. Considérés dans leur ensemble, ces schémas suggèrent que le vieillissement en cours de la population active devrait réduire la fréquence et la durée des périodes de chômage au cours du cycle conjoncturel, ce qui aurait des conséquences importantes sur l'évaluation des tensions sur le marché du travail qui est pertinente pour la politique monétaire. Un nombre de transitions d'un emploi à un autre moins élevé influencerait sur la fluidité du marché du travail et la capacité de l'économie de la zone euro à s'ajuster aux chocs de réallocation (Schoefer, 2025 ; Fuchs-Schündeln, 2025).

Graphique 12

Transitions sur le marché du travail par groupe d'âge

(pourcentage du statut d'origine)



Source : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs.
Note : Moyennes trimestrielles pour la période 2022-2025.

¹⁵ Le taux de chômage des jeunes est environ trois fois plus volatil que celui des personnes plus âgées (55-74 ans) et 1,5 fois plus volatil que celui des travailleurs d'âge moyen. Cf. Abbritti et Consolo (2024) pour une analyse de la volatilité et des réactions aux chocs conjoncturels des différents groupes, au cours du cycle conjoncturel.

¹⁶ Cf. Arlia *et al.* (2025) pour une analyse des taux de transition d'emploi à emploi en Allemagne, en Espagne et en France.

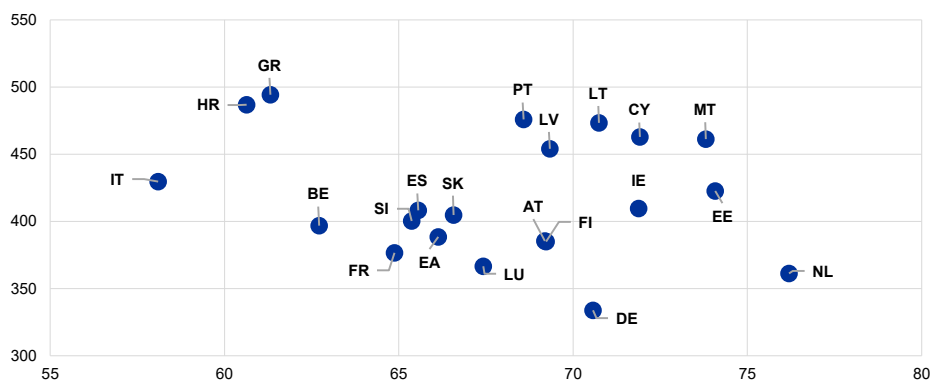
Marges intensive et extensive de la participation au marché du travail.

Afin d'expliquer l'impact de la population active sur le facteur travail total, il convient de prendre en compte les marges extensive et intensive. Si la population active s'est rapidement accrue ces dernières années, le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée reste légèrement inférieur à son niveau de 2019 (Berson et Weissler, 2025). Il est important de prendre en considération deux facteurs : premièrement, s'il existe ou non une relation entre la participation au marché du travail et le nombre moyen d'heures travaillées dans l'économie ; deuxièmement, si la composition changeante de la population active est susceptible ou non d'influer sur le nombre moyen d'heures travaillées.

Dans les différents pays de la zone euro, il existe une relation négative entre les taux d'activité et le nombre moyen d'heures travaillées, bien que la corrélation demeure modeste et que l'hétérogénéité entre pays soit considérable. Des taux d'activité plus élevés ont été associés à un nombre moyen d'heures travaillées plus faible dans différents pays de la zone euro, la corrélation entre pays s'établissant à $-0,18$ (graphique 13). Plusieurs facteurs contribuent à expliquer ce profil. Du côté de l'offre de main-d'œuvre, des modes de travail plus flexibles permettent la participation au marché du travail de groupes qui pourraient autrement rester en dehors de la population active, tels que les étudiants, les seconds apporteurs de revenus dans les ménages à deux revenus (souvent les femmes) et les travailleurs plus âgés en phase de transition vers la retraite, généralement sur une base de temps partiel, ce qui augmente la participation au marché du travail tout en pesant sur le nombre moyen d'heures travaillées (Bodnár, 2018 ; Eiffe *et al.*, 2024). D'un point de vue structurel, les économies orientées vers les services tendent à se caractériser par une incidence du travail à temps partiel plus forte que dans les économies avec une base manufacturière plus large, ce qui contribue encore à la relation négative entre la participation de la population active et le nombre d'heures travaillées.

Graphique 13
Taux d'activité et nombre moyen d'heures travaillées

(axe des ordonnées : nombre trimestriel d'heures travaillées par travailleur ; axe des abscisses : taux d'activité, pourcentage de la population en âge de travailler)



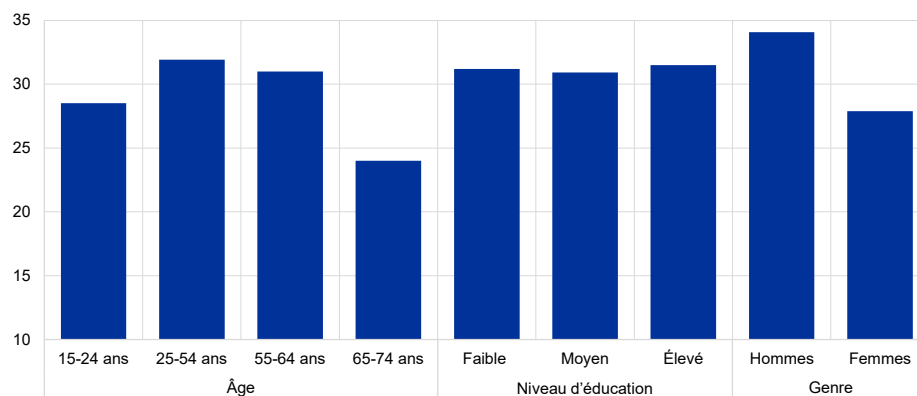
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : Nombre d'heures moyen et taux d'activité pour 2025.

La marge intensive est également déterminée par la composition de la population active. Le nombre hebdomadaire moyen d'heures travaillées varie considérablement selon les groupes démographiques (graphique 14). Les travailleurs d'âge intermédiaire (25-54 ans) effectuent le plus grand nombre d'heures de travail, tandis que les travailleurs plus jeunes (15-24 ans) et les travailleurs plus âgés (55-74 ans) effectuent un nombre d'heures par semaine nettement moins élevé. La part des travailleurs plus âgés augmentant avec le vieillissement de la population, cela exercera, toutes choses égales par ailleurs, une pression à la baisse sur le nombre moyen d'heures travaillées dans l'ensemble de l'économie. Un effet de composition similaire s'exerce via le genre. En moyenne, le nombre d'heures passées dans un emploi rémunéré est nettement moins élevé pour les femmes que pour les hommes. Par conséquent, quoique clairement positif pour la marge extensive, la hausse du taux d'activité des femmes pèse sur le nombre moyen d'heures travaillées au niveau agrégé. La dimension « compétences » présente un tableau un peu différent. Le nombre moyen d'heures travaillées est globalement comparable que les travailleurs soient peu, moyennement ou hautement qualifiés, ce qui suggère que la montée en compétences de la population active actuellement observée ne devrait pas significativement contrebalancer les pressions liées à la démographie et au genre qui s'exercent sur les heures travaillées. Globalement, si les évolutions de la composition de la population active ont soutenu la participation au marché du travail, certains des groupes à l'origine de cette hausse – les travailleurs plus âgés, les femmes et les travailleurs plus jeunes – tendent à être associés à un nombre moins élevé d'heures travaillées. Cela crée une tension structurelle entre la marge extensive et la marge intensive : les gains sur la marge extensive risquent de ne pas se traduire en totalité par une hausse du facteur travail en raison d'une marge intensive moins élevée. Il convient de noter que la baisse du nombre moyen d'heures travaillées ne résulte pas en totalité de choix volontaires : certains travailleurs à temps partiel préféreraient travailler davantage, ce qui suggère que l'expansion de la population active totale est susceptible de surestimer la hausse effective du facteur travail du point de vue de la politique monétaire.

Graphique 14

Nombre hebdomadaire d'heures travaillées par groupe démographique

(nombre d'heures travaillées par semaine)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Nombre hebdomadaire moyen d'heures travaillées en 2024.

6 Conclusion

La hausse des taux d'activité des travailleurs nationaux et des travailleurs étrangers a soutenu la croissance de la population active ces dernières années. Toutefois, à mesure que les taux d'activité des travailleurs plus âgés et hautement qualifiés augmentent, la marge de progression peut se réduire. De plus, les évolutions géopolitiques et les choix en matière de politique économique créent une incertitude importante autour des flux migratoires. Les modifications de la composition de la population active influent sur l'ajustement du marché du travail au cours du cycle conjoncturel, dans la mesure où elles continuent de peser sur le dynamisme du marché du travail en réduisant le nombre de transitions d'un emploi à un autre et en comprimant la réactivité cyclique du chômage.

Ces déterminants de l'offre de main-d'œuvre ont allégé les tensions sur le marché du travail et entraîné d'importantes conséquences sur la croissance des salaires et sur l'inflation. L'évaluation 2025 de la stratégie de politique monétaire de la BCE souligne l'importance, pour la politique monétaire, de comprendre les interactions entre les facteurs conjoncturels et structurels qui affectent les conditions sur le marché du travail. Dans la zone euro, une hausse de l'offre de main-d'œuvre a compensé la baisse de la population en âge de travailler liée au vieillissement de la population, ce qui a contribué à satisfaire la hausse de la demande de main-d'œuvre enregistrée dans la période post-pandémie. Cette dynamique devrait se poursuivre à moyen terme, sous l'effet de la convergence des taux d'activité des différents groupes démographiques.

Les avancées technologiques, en particulier l'intelligence artificielle (IA), pourraient jouer un rôle important pour atténuer l'impact du vieillissement sur la croissance économique. L'adoption de l'IA et des technologies d'automatisation ont le potentiel de doper la croissance économique et de compenser en partie le déclin démographique. Toutefois, le rythme de cette transition et ses conséquences distributives restent très incertains et l'interaction entre les mutations technologiques et les évolutions démographiques continueront de nécessiter un suivi attentif.

La politique économique peut jouer un rôle complémentaire important pour soutenir le taux d'activité et atténuer les impacts du vieillissement de la population pendant une période prolongée. Des mesures bien étudiées visant à soutenir le taux d'activité des femmes (y compris une garde d'enfants abordable et des modes de travail flexibles) peuvent contribuer à combler l'écart restant en matière de taux d'activité des femmes, à accroître l'offre structurelle de main-d'œuvre et à soutenir la production potentielle. De plus, la politique migratoire a un rôle important à jouer pour attirer et retenir les travailleurs aux compétences et aux profils qui répondent à la demande de main-d'œuvre actuelle et à venir. Dans le même temps, les politiques d'éducation et de formation professionnelle qui facilitent la reconversion des travailleurs supplantés par les changements technologiques seront essentielles pour accroître la productivité et garantir que les gains de productivité tirés de l'IA et de l'automatisation seront largement partagés.

Bibliographie

Abbritti (M.), Cimadomo (J.) et Consolo (A.) (à paraître), « *Ageing and the wealth of labour* », *Working Paper Series*, BCE.

Abbritti (M.) et Consolo (A.) (2024), « *Labour market skills, endogenous productivity and business cycles* », *European Economic Review*, vol. 170, novembre.

Acemoglu (D.), Søndergaard Mühlbach (N.) et Scott (A.J.) (2022), « *The rise of age-friendly jobs* », *The Journal of the Economics of Ageing*, vol. 23, octobre.

Anderton (R.), Botelho (V.), Consolo (A.), Dias da Silva (A.), Foroni (C.), Mohr (M.) et Vivian (L.) (2020), « *L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

André (C.), Gal (P.) et Schief (M.) (2024), « *Enhancing productivity and growth in an ageing society: Key mechanisms and policy options* », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1807, Éditions de l'OCDE, Paris, juin.

Arce (Ó.), Consolo (A.), Dias da Silva (A.) et Weissler (M.) (2025), « *Foreign workers: a lever for economic growth* », *The ECB Blog*, BCE, 8 mai.

Arce (Ó.) et Sondermann (D.) (2024), « *Low for long? Reasons for the recent decline in productivity* », *The ECB Blog*, BCE, 6 mai.

Arlia (D.), Berson (C.) et Consolo (A.) (2025), « *Et pourtant ça bouge : données sur les changements d'emploi dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Balleer (A.), Gomez-Salvador (R.) et Turunen (J.) (2014), « *Labour force participation across Europe: a cohort-based analysis* », *Empirical Economics*, vol. 46, juin, p. 1385-1415.

Berson (C.) et Botelho (V.) (2023), « *Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female* », *The ECB Blog*, BCE, 8 novembre.

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

Berson (C.), Botelho (V.), Guirola Abenza (L.), Hospido (L.), Kuik (F.), Nickel (C.) et Rojo Lopez (M.) (2025), « *The gender gap at work is closing – but slowly* », *The ECB Blog*, BCE, 7 mars.

Berson (C.), Dias da Silva (A.) et Weissler (M.) (2025), « *Le rôle de la démographie dans les évolutions récentes du taux de chômage* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Berson (C.) et Weissler (M.) (2025), « *Qui veut travailler davantage ? Retour sur la baisse du nombre moyen d'heures travaillées* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

Bodnár (K.) et O'Brien (D.) (2021), « *Évolutions de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro durant la pandémie de COVID-19* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Bodnár (K.) et O'Brien (D.) (2022), « [Le rôle des migrations dans les faibles évolutions de la population active pendant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Bodnár (K.) et Nerlich (C.) (2020), « [Les déterminants de l'augmentation du taux d'activité – le rôle des réformes des régimes de retraite](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Bodnár (K.) et Nerlich (C.) (2022), « [The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#) », *Occasional Paper Series*, n° 296, BCE, juin.

Bodnár (K.) (2018), « [Évolutions récentes de l'emploi à temps partiel](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Botelho (V.) et Dias da Silva (A.) (2019), « [La phase actuelle d'expansion de l'emploi dans la zone euro au regard des évolutions historiques](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Botelho (V.) et Hägele (H.) (2023), « [Integrating Ukrainian refugees into the euro area labour market](#) », *The ECB Blog*, BCE, 1^{er} mars.

Consolo (A.), Dias da Silva (A.), Martínez Hernández (K.) et Weissler (M.) (2023), « [Population active de la zone euro : évolutions et déterminants récents](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Consolo (A.), Foroni (C.) et Hjelm (L.) (2026), « [The labour market in the euro area: and yet, it moves!](#) », *Working Paper Series*, n° 3180, BCE.

Eiffe (F.F.), Muller (J.) et Weber (T.) (2024), « [Keeping older workers engaged: Policies, practices and mechanisms](#) », *Working Paper*, n° 24030, Eurofound, février.

Commission européenne (2024), « [2024 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#) », *European Economy Institutional Paper*, n° 279, avril.

Eurosystem work stream on employment (2021), « [Employment and the conduct of monetary policy in the euro area](#) », *Occasional Paper Series*, n° 275, BCE, septembre.

Fernández-Villaverde (J.), Ventura (G.) et Yao (W.) (2025), « [The wealth of working nations](#) », *European Economic Review*, vol. 173, avril.

Fuchs-Schündeln (N.) (2025), [Discussion of paper "Eurosclerosis at 40: Labor Market Institutions, Dynamism, and European Competitiveness" by Benjamin Schoefer](#), Forum de la BCE consacré à l'activité de banque centrale, Sintra, 1^{er} juillet.

Genre (V.) et Gomez-Salvador (R.) (2002), « [Labour force developments in the euro area since the 1980s](#) », *Occasional Paper Series*, n° 4, BCE, juillet.

Genre (V.), Gomez-Salvador (R.) et Lamo (A.) (2005), « [European women – why do\(n't\) they work?](#) », *Working Paper Series*, n° 454, BCE, mars.

Hornstein, (A.), Kudlyak (M.) et Schweinert (A.) (2018), « [The Labor Force Participation Rate Trend and Its Projections](#) », *FRBSF Economic Letter*, n° 2018-25, Federal Reserve Bank of San Francisco, novembre.

Fonds monétaire international (FMI) (2025), « [The Rise of the Silver Economy: Global Implications of Population Aging](#) », *World Economic Outlook: A Critical Juncture amid Policy Shifts*, avril, p. 49-74.

Jones (B.F.) (2010), « [Age and great invention](#) », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n° 1, février, p. 1-14.

Kiss (Á.), Maldonado (J.E.), Turrini (A.) et Van Herck (K.) (2026), « [Migration, Mobility and the EU Labour Market: Recent Developments](#) », *European Economy Discussion Paper*, n° 241, Commission européenne, janvier.

Maestas (N.), Mullen (K.J.) et Powell (D.) (2023), « [The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force, and Productivity](#) », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 15, n° 2, avril, p. 306-32.

OCDE (2025), « [Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2025 : Pouvons-nous surmonter la crise démographique ?](#) », Publications de l'OCDE, Paris.

Sastre (T.), Suárez-Varela (M.), Cuadrado (P.) et Di Stefano (E.) (2025), « [Factors affecting migratory flows to Spain and other advanced economies](#) », *Economic Bulletin*, n° 2025/T2, Banco de España, mai.

Schoefer (B.) (2025), « [Eurosclerosis at 40: Labor Market Institutions, Dynamism, and European Competitiveness](#) », *CEPR Discussion Paper*, n° 20479, Centre for Economic Policy Research, juillet.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

Composition of euro area data

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

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

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2023	14 758,0	14 228,2	7 804,6	3 115,1	3 232,7	1 649,5	937,0	639,7	75,8	-529,8	7 437,1	6 907,3
2024	15 338,0	14 669,8	8 100,2	3 279,7	3 215,8	1 639,8	934,5	635,1	74,2	-668,2	7 545,7	6 877,5
2025	15 938,3	15 319,6	8 390,0	3 436,8	3 375,8	1 703,3	960,3	705,4	117,0	-618,7	7 741,4	7 122,8
2025 Q1	3 937,2	3 778,9	2 074,8	841,7	839,7	419,7	235,7	182,6	22,7	-158,2	1 946,8	1 788,6
Q2	3 967,4	3 805,9	2 087,6	853,5	834,1	423,1	238,8	170,5	30,7	-161,5	1 926,1	1 764,6
Q3	4 000,8	3 852,7	2 104,8	863,7	848,2	427,9	242,7	175,8	36,1	-148,1	1 938,4	1 790,2
Q4	4 045,6	3 893,0	2 127,7	878,4	860,4	437,1	244,9	176,7	26,5	-152,7	1 940,3	1 787,7
<i>as percentage of GDP</i>												
2025	100,0	96,1	52,6	21,6	21,2	10,7	6,0	4,4	0,7	-3,9	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2025 Q2	0,1	0,4	0,3	0,5	-1,4	0,3	0,9	-8,4	-	-	-0,4	-0,1
Q3	0,3	0,7	0,3	0,7	1,2	0,4	1,4	3,1	-	-	0,8	1,8
Q4	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	1,5	0,3	-0,7	-	-	-0,4	-0,2
2026 Q1	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>annual percentage changes</i>												
2023	0,4	0,0	0,5	1,5	2,5	1,1	2,4	6,4	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,4	2,3	-2,5	-2,6	-1,8	-3,2	-	-	0,5	-0,1
2025	1,4	2,1	1,5	1,6	3,0	1,5	1,5	9,0	-	-	2,0	3,7
2025 Q2	1,6	2,6	1,8	1,5	3,6	1,4	0,2	15,8	-	-	0,7	2,8
Q3	1,4	2,0	1,4	1,5	3,3	2,3	3,5	5,4	-	-	2,9	4,2
Q4	1,3	1,9	1,4	1,5	3,2	3,1	2,6	4,3	-	-	2,4	3,9
2026 Q1	0,8	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2025 Q2	0,1	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,4	-0,2	-	-
Q3	0,3	0,7	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,4	-	-
Q4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-	-
2026 Q1	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023	0,4	0,0	0,3	0,3	0,5	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,4	2,0	0,8	0,3	0,6	0,2	0,1	0,4	0,3	-0,6	-	-
2025 Q2	1,6	2,5	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,9	-	-
Q3	1,4	1,9	0,8	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,5	-	-
Q4	1,3	1,8	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,1	-0,6	-	-
2026 Q1	0,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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	Const- ruction	Trade, transport, accomo- dation and food services	Infor- mation and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Pro- fessional, business and support services	Public administra- tion, education, health and social work	Arts, entertain- ment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2023	13 349,2	226,7	2 633,8	714,5	2 482,1	704,2	605,4	1 479,6	1 620,4	2 469,4	413,0	1 408,8
2024	13 809,2	236,2	2 612,1	729,9	2 569,6	742,2	641,2	1 535,7	1 694,0	2 613,8	434,4	1 528,8
2025	14 319,1	246,4	2 704,2	760,1	2 645,6	776,6	665,4	1 566,8	1 757,6	2 744,7	451,7	1 619,2
2025 Q1	3 535,5	60,8	673,8	187,0	654,8	190,7	163,9	387,5	432,1	673,7	111,1	401,7
Q2	3 566,4	62,2	675,7	189,7	660,0	192,4	164,0	390,1	436,6	682,7	112,8	401,0
Q3	3 591,3	62,5	674,1	191,0	663,6	195,3	167,7	392,5	442,5	688,6	113,6	409,5
Q4	3 637,8	61,0	686,8	194,0	669,2	198,3	170,0	396,6	447,3	700,4	114,2	407,8
<i>as percentage of value added</i>												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,5	5,4	4,6	10,9	12,3	19,2	3,2	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2025 Q1	0,7	1,5	1,8	0,9	0,6	0,8	0,6	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,2
Q2	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,4	-0,9	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
Q3	0,3	0,8	-0,1	0,2	0,4	1,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,1
Q4	0,2	0,3	-0,2	0,8	0,0	0,9	0,9	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3
<i>annual percentage changes</i>												
2023	0,7	-2,9	-1,7	1,7	-0,1	6,8	-2,8	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,8
2024	0,9	-0,3	-0,5	-1,5	1,0	3,0	1,6	1,2	1,4	1,8	1,9	0,9
2025	1,4	1,6	2,1	0,6	1,3	3,2	0,3	1,0	1,0	1,2	0,6	1,8
2025 Q1	1,5	1,1	2,9	-0,5	1,2	3,2	0,3	0,9	1,0	1,6	1,2	2,8
Q2	1,4	1,5	2,8	0,4	1,3	3,4	-0,3	1,0	0,7	1,2	1,1	3,0
Q3	1,4	2,3	2,1	1,3	1,5	3,2	0,4	1,0	1,0	1,2	-0,3	1,5
Q4	1,3	2,0	1,6	2,0	1,4	3,3	1,0	0,9	1,3	0,8	0,6	0,3
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2025 Q1	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023	0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,4	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 Q1	1,5	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
Q2	1,4	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q3	1,4	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	1,3	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
	1	Employees 2	Self-employed 3	Agriculture, forestry and fishing 4	Manufacturing, energy and utilities 5	Construction 6	Trade, transport, accommodation and food services 7	Information and communication 8	Finance and insurance 9	Real estate 10	Professional business and support services 11	Public administration, education, health and social work 12	Arts, entertainment and other services 13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,1	24,9	6,5
<i>annual percentage changes</i>													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,6	2,0	4,1	0,7	2,1	1,8	1,3	1,7
2024	1,0	1,0	0,6	-1,4	0,3	1,0	1,1	2,1	1,5	-0,6	0,7	1,5	1,2
2025	0,7	0,7	0,7	-1,6	-0,5	1,2	0,8	-0,1	1,4	2,3	1,0	1,3	1,2
2025 Q1	0,8	0,9	0,2	-2,1	-0,4	0,9	0,7	0,8	1,6	2,9	0,8	1,6	1,5
Q2	0,8	0,7	0,9	-2,0	-0,5	1,1	1,0	0,1	1,3	3,0	0,9	1,3	0,9
Q3	0,7	0,7	0,8	-1,6	-0,5	1,4	0,7	-0,5	1,5	2,4	0,9	1,2	1,1
Q4	0,7	0,7	1,1	-0,8	-0,5	1,5	0,6	-0,9	1,3	0,7	1,4	1,2	1,1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2023	100,0	81,8	18,2	3,9	14,7	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2024	100,0	81,9	18,1	3,8	14,6	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,0	18,0	3,7	14,4	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,3	6,0
<i>annual percentage changes</i>													
2023	1,8	2,0	0,5	-1,6	1,0	1,5	2,1	4,2	0,9	1,8	2,1	1,9	2,5
2024	1,1	1,2	0,6	-1,0	0,2	1,0	1,0	2,1	1,4	-0,2	1,2	1,8	1,5
2025	0,4	0,5	-0,1	-2,4	-0,8	1,0	0,2	-0,3	1,0	1,8	0,7	1,2	1,7
2025 Q1	0,5	0,7	-0,6	-2,9	-0,9	0,7	0,3	0,8	1,1	2,5	0,4	1,5	2,1
Q2	0,3	0,4	-0,1	-2,6	-1,1	1,2	0,3	-0,2	0,9	2,5	0,6	0,9	1,6
Q3	0,7	0,7	0,7	-2,3	-0,2	1,4	0,6	-0,6	1,2	3,8	1,1	1,3	1,8
Q4	0,8	0,9	0,4	-1,7	-0,1	1,5	0,4	-0,3	1,7	-0,8	1,6	1,5	1,8
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2023	0,2	0,4	-0,5	-0,5	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,4	0,6	0,7
2024	0,1	0,2	0,0	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,3
2025	-0,3	-0,2	-0,8	-0,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,5
2025 Q1	-0,3	-0,2	-0,8	-0,8	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,6
Q2	-0,4	-0,3	-1,0	-0,6	-0,5	0,1	-0,7	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	0,7
Q3	0,1	0,1	-0,1	-0,7	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	1,4	0,3	0,1	0,7
Q4	0,1	0,2	-0,7	-0,9	0,4	0,0	-0,3	0,6	0,4	-1,6	0,2	0,3	0,7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2025			100,0			78,7		21,3		51,6		48,4		
2023	172,764	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,712	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,343	2,8	11,054	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,666	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,842	2,8	11,158	6,4	2,1	8,779	5,5	2,379	14,9	5,754	6,2	5,404	6,6	2,2
2025 Q1	175,425	2,7	11,105	6,3	2,1	8,732	5,5	2,373	14,8	5,671	6,1	5,434	6,6	2,4
Q2	175,831	2,8	11,221	6,4	2,1	8,871	5,6	2,351	14,7	5,833	6,2	5,388	6,5	2,2
Q3	175,923	2,8	11,270	6,4	2,0	8,885	5,6	2,384	14,9	5,807	6,2	5,463	6,6	2,1
Q4	176,187	2,8	11,037	6,3	2,0	8,628	5,4	2,410	15,1	5,707	6,1	5,330	6,5	2,2
2025 Sep.	-	-	11,155	6,3	-	8,759	5,5	2,396	15,0	5,743	6,1	5,412	6,6	-
Oct.	-	-	11,156	6,3	-	8,716	5,4	2,440	15,3	5,771	6,2	5,385	6,5	-
Nov.	-	-	11,049	6,3	-	8,655	5,4	2,394	15,1	5,750	6,1	5,299	6,4	-
Dec.	-	-	10,997	6,2	-	8,609	5,4	2,388	15,0	5,700	6,1	5,297	6,4	-
2026 Jan.	-	-	10,826	6,1	-	8,458	5,3	2,368	14,9	5,606	6,0	5,220	6,3	-
Feb.	-	-	10,919	6,2	-	8,546	5,3	2,373	14,9	5,624	6,0	5,295	6,4	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

Note: Euro area data include Bulgaria.

2.5 Short-term business statistics

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

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

1) Excluding trade and financial services.

Note: Euro area data include Bulgaria.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries	
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)
1	2	3	4	5	6	7	8	
1999-22	118,3	14,3	60,1	-4,7	7,5	4,8	17,1	.
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 Q3	96,0	-9,9	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	4,0	89,9
Q4	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,8	89,9
2026 Q1	97,6	-7,1	78,0	-13,8	-1,9	-6,4	4,8	89,7
Q2	.	.	78,2	.	.	.	.	89,8
2025 Nov.	97,2	-9,0	.	-12,9	-1,2	-5,7	5,3	.
Dec.	96,8	-8,6	.	-13,3	-1,1	-7,0	4,9	.
2026 Jan.	98,9	-6,9	78,0	-12,6	-1,3	-6,1	6,2	89,7
Feb.	97,8	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,2	.
Mar.	96,2	-7,0	.	-16,4	-2,1	-7,6	4,1	.
Apr.	93,0	-7,7	78,2	-20,6	-2,4	-9,9	0,9	89,8

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

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

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

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2025 Q1	1 556,5	1 481,5	74,9	755,9	646,0	395,2	364,5	358,2	381,8	47,3	89,3	32,4	29,1
Q2	1 501,5	1 420,9	80,6	718,2	632,2	389,6	352,2	345,9	342,1	47,7	94,5	20,0	19,8
Q3	1 478,3	1 426,0	52,3	722,3	631,4	386,4	357,6	322,6	341,3	47,1	95,7	24,6	22,2
Q4	1 486,3	1 424,5	61,8	711,3	635,3	390,8	344,9	337,3	345,7	46,8	98,6	42,1	20,1
2025 Sep.	495,2	478,6	16,7	243,5	210,8	129,4	119,5	106,2	115,7	16,1	32,5	9,3	9,6
Oct.	498,3	467,9	30,4	237,0	204,2	130,0	114,2	116,0	116,5	15,3	33,0	9,0	4,9
Nov.	495,7	482,0	13,7	235,0	211,5	131,9	116,9	112,4	120,0	16,5	33,7	11,1	5,0
Dec.	492,3	474,5	17,7	239,4	219,6	128,9	113,8	108,9	109,2	15,1	31,9	22,0	10,3
2026 Jan.	514,0	473,6	40,4	237,9	202,6	138,3	121,8	120,7	117,0	17,1	32,2	15,4	13,3
Feb.	519,6	494,7	24,9	243,4	218,1	139,0	123,4	120,0	121,7	17,2	31,4	10,5	7,8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2026 Feb.	6 023,2	5 734,2	289,0	2 894,9	2 539,8	1 572,9	1 419,8	1 363,4	1 392,0	191,9	382,5	124,0	92,3
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2026 Feb.	37,8	35,9	1,8	18,1	15,9	9,9	8,9	8,5	8,7	1,2	2,4	0,8	0,6

Source: ECB.

1) The capital account is not seasonally adjusted.

Note: Euro area data include Bulgaria.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item: Manufacturing	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2025 Q1	8,0	7,9	769,4	379,1	145,7	230,6	640,6	713,1	403,2	115,8	179,0	510,4	68,3
Q2	-0,1	1,7	724,2	338,6	139,1	229,1	602,7	695,3	384,3	118,7	177,4	507,7	60,0
Q3	1,4	2,0	724,8	340,2	145,9	222,9	601,5	693,6	379,8	120,5	177,0	510,3	64,0
Q4	0,3	0,0	719,0	331,5	144,8	223,9	592,9	688,2	373,6	122,6	172,7	511,7	58,3
2025 Sep.	7,8	6,2	248,4	120,8	48,5	73,9	207,4	232,1	126,8	40,6	59,1	171,3	21,2
Oct.	1,1	-3,2	237,7	109,8	48,3	74,1	195,9	224,8	121,8	40,4	55,6	167,6	19,0
Nov.	-3,3	-0,4	239,8	111,0	47,4	75,0	197,7	231,7	126,6	40,8	58,5	171,0	19,5
Dec.	3,3	4,3	241,5	110,8	49,1	74,8	199,3	231,6	125,2	41,4	58,7	173,1	19,8
2026 Jan.	-7,7	-7,8	236,9	111,3	46,9	73,0	194,1	224,0	121,0	40,5	56,6	166,3	19,1
Feb.	-6,7	-2,2	239,0	.	.	.	192,8	232,0	.	.	.	167,3	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2025 Q1	0,5	2,1	97,4	93,3	94,0	106,8	96,9	100,3	95,6	98,1	110,4	100,6	130,3
Q2	-2,9	1,1	93,5	87,0	89,8	108,6	94,1	100,7	95,6	101,7	110,9	101,2	135,5
Q3	0,2	3,1	94,5	87,8	94,8	105,7	94,5	101,7	96,6	103,9	110,9	102,6	139,3
Q4	-0,7	2,4	92,3	83,7	91,8	105,6	92,1	101,7	95,2	105,5	109,2	103,1	141,8
2025 Aug.	-5,8	-1,4	92,9	85,1	95,2	104,9	93,9	101,0	96,0	103,2	109,5	101,9	138,5
Sep.	6,1	6,5	96,5	92,7	93,3	105,0	95,6	102,1	96,8	104,0	111,9	103,1	141,6
Oct.	-0,1	-2,3	92,4	84,0	92,2	105,7	92,9	98,9	92,8	104,3	105,2	100,5	134,4
Nov.	-4,6	2,0	93,7	85,1	91,8	106,8	92,5	104,0	96,9	107,8	112,1	104,7	144,9
Dec.	2,8	8,3	90,9	82,0	91,3	104,4	90,9	102,2	95,7	104,5	110,3	104,2	146,2
2026 Jan.	-7,6	-4,4	90,6	81,8	90,9	104,4	90,7	98,0	90,1	101,0	107,0	98,7	140,1

Source: Eurostat.

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

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

Note: Euro area data include Bulgaria.

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2025 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy											6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2026	100,0	100,0	72,0	53,3	46,7	100,0	13,8	5,2	25,3	9,0	46,7	87,7	12,3
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 Q2	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,1	0,0	-4,1	0,9	1,9	2,9
Q3	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	0,9	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	2,0	2,3
2026 Q1	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	2,0	0,2	3,3	0,7	2,0	2,3
2025 Nov.	100,5	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,0	0,0	1,0	0,2	2,1	2,3
Dec.	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,7	-0,1	-0,9	0,3	1,9	2,2
2026 Jan.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,2	1,6	1,8
Feb.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,4	0,3	-0,1	1,0	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4
Mar.	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,1	0,3	0,0	7,0	0,2	2,6	2,6
Apr. ³⁾	103,1	3,0	2,2	.	3,0	0,5	0,0	0,9	0,2	3,0	0,3	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2026	19,0	13,8	5,2	34,3	25,3	9,0	9,7	5,9	6,8	2,1	18,0	10,0
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9
2025 Q2	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9
Q3	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8
Q4	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7
2026 Q1	2,5	1,8	4,3	0,2	0,5	-0,7	3,1	2,8	3,2	0,2	3,8	3,2
2025 Nov.	2,4	2,3	2,7	0,2	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,3	0,4	3,9	3,7
Dec.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,6	3,6
2026 Jan.	2,6	2,0	4,2	-0,8	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,7	3,3
Feb.	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2
Mar.	2,4	1,7	4,2	1,8	0,5	5,1	3,1	2,7	3,5	0,4	3,7	3,2
Apr. ³⁾	2,5	1,7	4,7	.	0,8	10,9	.	.	.	.	.	.

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

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

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

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (Brent spot, US Dollar)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2023	114,1	6,2	4,8	6,3	3,8	4,1	0,7	-2,2	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,5	3,0	2,5	2,4	2,9	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,4	2,5	2,3	2,0	3,1	1,9	0,5	-0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 Q2	120,0	2,5	2,2	1,8	3,1	2,1	0,4	-0,4	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
Q3	120,6	2,5	2,3	2,1	2,9	1,8	0,0	-0,7	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
Q4	121,7	2,6	2,3	2,3	3,5	2,0	-0,3	-1,1	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2026 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	82,9	-6,6	-17,2	2,8	-7,9	-14,4	-0,9
2025 Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-3,3	-5,0	-1,9	-5,4	-7,5	-3,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-4,5	-8,2	-1,5	-7,1	-10,9	-3,2
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,2	-16,1	-1,9
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,3	-21,3	-4,1	-13,3	-18,2	-7,9
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,1	-11,3	3,9	-3,5	-7,6	0,8

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

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Consumer price trends over past 12 months 5
	Selling price expectations (for next three months)					
	Manufacturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		
1999-22	44,8	44,5	22,4	36,5	60,2	
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 Q2	7,4	15,6	13,4	3,1	49,2	
Q3	7,2	16,5	13,3	2,9	48,0	
Q4	10,0	17,7	13,6	7,9	48,4	
2026 Q1	15,1	18,6	14,4	8,9	46,7	
2025 Nov.	10,4	18,6	13,8	8,0	48,0	
Dec.	11,7	18,3	14,6	8,9	49,1	
2026 Jan.	11,5	17,1	14,3	8,8	46,9	
Feb.	13,0	17,9	14,1	6,8	45,8	
Mar.	20,8	20,7	14,9	11,2	47,5	
Apr.	31,1	28,1	17,4	19,4	56,5	

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

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

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2023	109,5	6,5	6,7	8,4	4,7	7,7	2,3	9,9	3,3	5,6	5,1	3,6
2024	114,5	4,6	3,5	5,2	7,0	4,5	3,1	3,8	1,5	4,0	4,5	3,8
2025	118,1	3,2	0,4	1,1	4,5	3,1	0,7	4,9	4,5	3,8	4,4	4,7
2025 Q1	116,3	3,1	0,9	0,2	5,4	3,7	1,6	4,4	3,8	3,9	4,2	3,7
Q2	117,5	3,1	0,5	0,5	5,5	3,1	0,6	6,0	4,8	4,6	4,3	4,6
Q3	118,4	3,2	0,0	1,4	3,9	2,8	0,9	4,9	5,3	3,6	4,1	6,2
Q4	119,3	3,2	0,2	1,4	2,8	2,7	-0,4	4,2	4,0	2,9	5,1	4,1
Compensation per employee												
2023	115,0	5,3	4,7	5,7	4,8	5,4	5,0	6,0	3,4	6,0	4,8	5,3
2024	120,2	4,5	4,6	4,4	4,4	4,5	4,0	3,9	3,3	4,8	4,8	4,5
2025	124,8	3,9	3,8	3,7	3,9	3,7	4,1	3,7	3,1	3,7	4,3	4,1
2025 Q1	123,1	3,9	4,2	3,5	4,0	4,2	4,0	3,1	1,8	4,1	4,2	3,4
Q2	124,3	4,0	4,1	3,8	4,8	3,4	3,9	4,4	2,7	4,3	4,2	4,8
Q3	125,4	3,9	3,9	4,0	3,8	3,6	4,6	3,8	3,9	3,8	4,1	4,7
Q4	126,4	3,7	3,0	3,5	3,3	3,5	3,9	3,8	4,1	2,8	4,6	3,6
Labour productivity per person employed												
2023	105,0	-1,1	-1,8	-2,5	0,1	-2,1	2,6	-3,5	0,0	0,4	-0,3	1,7
2024	105,0	0,0	1,1	-0,8	-2,5	-0,1	0,9	0,0	1,8	0,7	0,3	0,7
2025	105,6	0,7	3,3	2,6	-0,6	0,5	3,3	-1,1	-1,3	0,0	-0,1	-0,5
2025 Q1	105,7	0,8	3,2	3,3	-1,4	0,5	2,4	-1,3	-2,0	0,2	0,0	-0,3
Q2	105,8	0,8	3,6	3,3	-0,7	0,3	3,3	-1,6	-2,0	-0,3	-0,1	0,2
Q3	105,9	0,8	4,0	2,6	-0,1	0,8	3,7	-1,1	-1,4	0,2	0,0	-1,4
Q4	105,9	0,5	2,8	2,1	0,5	0,7	4,2	-0,3	0,2	-0,1	-0,4	-0,5
Compensation per hour worked												
2023	108,7	4,9	4,2	5,5	4,5	5,1	4,9	5,7	3,5	5,4	4,2	4,4
2024	113,4	4,4	4,6	4,5	4,5	4,4	3,9	3,9	3,0	4,0	4,5	4,3
2025	118,1	4,1	4,0	4,0	4,1	4,0	4,2	4,2	4,3	4,1	4,4	3,5
2025 Q1	116,0	4,1	4,5	4,0	4,2	4,3	3,9	3,6	2,4	4,4	4,3	2,7
Q2	117,3	4,3	3,9	4,4	4,4	3,8	4,0	4,8	3,9	4,8	4,6	4,0
Q3	118,2	3,9	4,7	3,8	3,8	3,4	5,0	4,2	4,2	3,7	4,0	4,2
Q4	118,6	3,5	2,8	3,0	3,4	3,7	3,2	3,4	6,0	2,5	4,2	2,4
Hourly labour productivity												
2023	99,0	-1,3	-1,3	-2,7	0,2	-2,2	2,5	-3,7	0,3	0,0	-0,8	1,0
2024	98,9	-0,1	0,7	-0,7	-2,5	0,0	0,8	0,1	1,3	0,3	0,0	0,4
2025	99,9	1,0	4,2	3,0	-0,4	1,1	3,6	-0,7	-0,9	0,2	0,0	-1,0
2025 Q1	99,6	1,2	4,1	3,8	-1,2	0,9	2,4	-0,8	-1,6	0,6	0,1	-0,8
Q2	99,8	1,3	4,2	3,9	-0,8	1,0	3,6	-1,2	-1,4	0,1	0,3	-0,5
Q3	99,8	0,7	4,7	2,4	-0,1	0,9	3,8	-0,8	-2,7	-0,1	-0,1	-2,1
Q4	99,4	0,4	3,7	1,7	0,5	1,0	3,6	-0,7	1,8	-0,3	-0,8	-1,2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,01	-0,03
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,24	0,47
2025 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	3,98	0,48
Dec.	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,56
2026 Jan.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
Feb.	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73
Mar.	1,93	1,93	2,11	2,32	2,57	3,65	0,73

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾²⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	Japan	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 Oct.	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
Nov.	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64
Dec.	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 Jan.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77
Feb.	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59
Mar.	2,09	2,50	2,59	2,69	3,07	0,58	0,71	1,20	2,74	2,63	3,04	3,75

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024	502,8	4 870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1 069,3	378,7	301,6	792,1	5 430,7	38 395,3
2025	565,6	5 396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1 153,7	1 104,9	444,9	356,1	855,9	6 216,9	41 794,2
2025 Oct.	594,4	5 641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1 246,9	1 194,5	478,4	354,1	905,0	6 735,7	48 521,1
Nov.	593,5	5 634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1 210,9	1 153,6	499,4	340,0	913,0	6 740,9	50 111,1
Dec.	604,4	5 730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1 214,5	1 167,1	498,3	337,6	902,9	6 853,0	50 162,4
2026 Jan.	628,1	5 951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1 281,0	1 284,1	526,6	343,5	908,5	6 929,1	53 077,3
Feb.	640,9	6 051,7	1 028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1 294,1	1 265,9	559,5	390,5	903,5	6 893,8	56 480,9
Mar.	606,2	5 693,8	978,4	237,0	154,6	201,2	358,9	1 194,9	1 213,6	561,9	402,5	821,8	6 654,4	53 964,9

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025 Mar.	0,31	1,52	2,09	2,23	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,57	3,32
Apr.	0,29	1,50	1,96	2,28	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27
May	0,29	1,45	1,85	2,21	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30
June	0,27	1,44	1,78	2,19	7,40	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
July	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28
Aug.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
Sep.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,74	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
Oct.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
Nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,19	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
Dec.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 Jan.	0,25	1,22	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35
Feb.	0,25	1,17	1,80	2,23	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2025 Mar.	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,53	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94
Apr.	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,20	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
May	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66
June	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,19	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,60
July	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
Aug.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
Sep.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50
Oct.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
Nov.	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,34	3,55	3,50
Dec.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,30	3,54	3,60	3,57
2026 Jan.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,57	3,40	3,71	3,29	3,45	3,57	3,57
Feb.	0,52	1,90	2,36	3,67	3,66	4,14	4,80	3,51	3,41	3,70	3,20	3,15	3,62	3,51

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity ¹⁾

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

	Outstanding amounts							Gross issues ²⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government		
			Total						FVCs				Total	FVCs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2023	1 573,6	622,5	164,1	104,6	85,2	701,8	659,1	536,9	241,9	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1 600,1	582,1	205,5	121,2	70,7	741,8	674,7	516,8	206,1	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1
2025	1 614,7	576,6	215,2	133,6	77,1	745,8	662,7	555,3	227,0	151,7	123,5	42,0	134,6	107,8
2025 Oct.	1 656,5	603,7	216,1	120,7	96,2	740,5	662,5	600,6	227,2	162,3	128,0	44,9	166,2	136,4
Nov.	1 681,2	615,9	212,2	121,5	95,1	757,9	670,3	547,6	220,4	146,4	122,4	40,1	140,6	114,3
Dec.	1 614,7	576,6	215,2	133,6	77,1	745,8	662,7	484,6	174,7	158,9	139,3	28,7	122,3	93,2
2026 Jan.	1 674,4	608,4	202,5	114,5	88,8	774,6	672,7	621,6	252,3	154,8	121,6	47,1	167,4	138,7
Feb.	1 677,7	625,7	206,0	114,9	92,3	753,7	659,4	557,9	231,9	149,7	121,1	43,7	132,6	99,8
Mar.	1 645,1	591,1	194,1	104,9	88,1	771,8	682,7	608,7	237,5	154,2	124,5	49,8	167,3	144,7
Long-term														
2023	19 433,5	4 454,8	3 244,3	1 432,4	1 545,5	10 188,8	9 449,7	322,0	93,4	68,2	31,1	21,2	139,2	130,8
2024	20 540,2	4 776,1	3 513,2	1 526,8	1 643,8	10 607,2	9 835,4	351,1	89,5	86,0	35,1	26,9	148,7	138,1
2025	21 410,9	4 896,1	3 757,6	1 689,4	1 744,5	11 012,7	10 220,4	385,2	93,0	103,4	44,3	31,0	157,8	146,7
2025 Oct.	21 469,2	4 915,5	3 708,0	1 649,3	1 733,5	11 112,2	10 312,2	389,4	83,2	117,7	44,4	35,5	153,0	142,2
Nov.	21 578,4	4 928,1	3 769,2	1 684,6	1 753,8	11 127,3	10 325,3	384,6	83,6	131,7	56,2	43,6	125,7	116,5
Dec.	21 410,9	4 896,1	3 757,6	1 689,4	1 744,5	11 012,7	10 220,4	266,9	74,8	114,0	55,3	17,0	61,1	54,7
2026 Jan.	21 714,7	4 949,1	3 756,2	1 680,2	1 766,9	11 242,5	10 429,1	540,2	147,9	92,8	28,5	36,4	263,1	236,0
Feb.	21 972,9	4 994,0	3 785,4	1 684,5	1 778,7	11 414,8	10 588,6	391,5	88,6	91,4	32,7	23,2	188,3	174,5
Mar.	21 697,7	4 950,6	3 802,4	1 717,3	1 735,0	11 209,7	10 393,8	422,8	114,9	115,0	56,2	20,3	172,6	155,3

Source: ECB.

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

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

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares ¹⁾

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	Total	of which central government					
			Total								FVCs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2023	21 007,0	5 077,3	3 408,4	1 537,0	1 630,7	10 890,5	10 108,8	9 673,5	625,3	1 420,8	7 626,9
2024	22 140,3	5 358,2	3 718,7	1 648,0	1 714,5	11 349,0	10 510,1	10 150,1	755,1	1 588,2	7 806,4
2025	23 025,6	5 472,6	3 972,8	1 823,0	1 821,6	11 758,6	10 883,1	11 698,9	1 315,7	1 850,6	8 532,2
2025 Oct.	23 125,7	5 519,2	3 924,1	1 770,1	1 829,8	11 852,7	10 974,8	11 523,3	1 164,3	1 855,3	8 503,2
Nov.	23 259,6	5 544,0	3 981,5	1 806,1	1 848,9	11 885,2	10 995,6	11 492,5	1 204,0	1 856,7	8 431,3
Dec.	23 025,6	5 472,6	3 972,8	1 823,0	1 821,6	11 758,6	10 883,1	11 698,9	1 315,7	1 850,6	8 532,2
2026 Jan.	23 389,1	5 557,5	3 958,7	1 794,6	1 855,7	12 017,1	11 101,9	11 949,4	1 364,6	1 830,0	8 754,3
Feb.	23 650,6	5 619,7	3 991,4	1 799,5	1 871,0	12 168,5	11 248,0	12 304,3	1 320,3	1 879,5	9 103,9
Mar.	23 342,8	5 541,7	3 996,5	1 822,2	1 823,0	11 981,5	11 076,4	11 333,7	1 177,3	1 772,8	8 383,1
Growth rate ²⁾											
2025 Aug.	5,2	4,7	9,0	11,0	3,4	4,5	4,6	0,0	-0,5	-0,7	0,1
Sep.	4,8	3,2	8,6	10,6	3,4	4,7	4,7	0,1	0,7	-0,7	0,1
Oct.	4,9	3,3	9,3	10,3	3,1	4,6	4,6	0,0	0,6	-0,9	0,1
Nov.	5,5	4,1	9,9	11,0	4,0	5,0	4,8	-0,1	0,4	-0,9	0,0
Dec.	5,4	3,3	10,4	12,0	4,0	4,9	4,8	0,0	2,9	-1,9	0,1
2026 Jan.	5,5	3,4	9,7	10,1	4,7	5,3	5,0	-0,1	2,6	-2,0	0,0
Feb.	5,4	3,9	9,2	9,2	4,9	5,0	4,8	0,0	2,3	-2,0	0,1
Mar.	5,5	3,4	9,6	9,5	4,2	5,5	5,4	0,1	2,3	-1,6	0,2

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-17						EER-40	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97,9	93,6	98,0	88,9	65,2	87,1	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,2	89,5	65,1	88,2	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	101,7	91,9	63,0	90,3	128,3	96,1
2025 Q2	100,4	96,1	101,6	92,0	63,1	90,4	128,4	96,2
Q3	102,1	97,7	103,9	93,5	64,1	92,1	130,8	97,9
Q4	101,9	97,4	104,8	93,5	63,4	91,9	130,7	97,5
2026 Q1	101,4	97,2	105,0	.	.	.	130,3	97,1
2025 Oct.	101,9	97,3	104,5	-	-	-	130,6	97,4
Nov.	101,8	97,3	104,4	-	-	-	130,4	97,3
Dec.	102,2	97,7	105,5	-	-	-	131,1	97,8
2026 Jan.	101,8	97,5	105,3	-	-	-	130,7	97,4
Feb.	101,8	97,4	105,2	-	-	-	130,7	97,3
Mar.	100,8	96,6	104,4	-	-	-	129,6	96,5
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2026 Mar.	-0,9	-0,8	-0,8	-	-	-	-0,9	-0,8
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2026 Mar.	2,8	2,8	6,2	-	-	-	3,7	2,7

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 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
2026 Q1	8,103	24,328	7,471	384,158	183,596	4,235	0,868	5,0939	10,695	0,917	1,170
2025 Oct.	8,281	24,315	7,468	389,912	176,153	4,249	0,872	5,0872	10,970	0,929	1,163
Nov.	8,215	24,234	7,468	384,201	179,316	4,238	0,880	5,0867	10,991	0,929	1,156
Dec.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 Jan.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
Feb.	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
Mar.	7,970	24,438	7,472	389,186	183,399	4,271	0,866	5,0954	10,761	0,909	1,156
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2026 Mar.	-2,4	0,7	0,0	2,8	0,0	1,3	-0,5	0,0	1,2	-0,5	-2,2
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2026 Mar.	1,7	-2,3	0,2	-2,7	13,8	2,1	3,5	2,4	-1,9	-4,7	7,0

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2025 Q1	36 234,7	34 654,4	1 580,3	12 786,0	9 986,3	14 303,7	16 559,5	39,9	7 594,1	8 108,6	1 511,0	17 014,7
Q2	35 913,9	34 533,4	1 380,5	12 563,9	9 760,3	14 385,4	16 751,1	-0,2	7 502,7	8 021,9	1 462,1	16 870,9
Q3	36 834,3	35 241,8	1 592,5	12 613,6	9 816,5	15 099,1	17 385,9	-14,5	7 514,0	8 039,4	1 622,2	16 980,3
Q4	37 592,6	35 833,8	1 758,9	12 798,4	9 798,2	15 457,0	17 986,7	-5,1	7 567,5	8 048,9	1 774,8	16 999,2
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2025 Q4	235,9	224,8	11,0	80,3	61,5	97,0	112,9	0,0	47,5	50,5	11,1	106,7
<i>Transactions</i>												
2025 Q1	836,5	738,8	97,7	149,9	65,0	209,7	195,9	-8,6	486,3	477,9	-0,8	-
Q2	337,0	252,8	84,2	-17,3	-47,9	208,5	208,6	-17,9	155,0	92,1	8,8	-
Q3	304,6	261,0	43,6	41,3	35,8	275,6	200,9	-4,4	-13,6	24,2	5,8	-
Q4	377,3	299,2	78,1	143,4	-3,1	134,6	257,8	-23,5	114,2	44,5	8,6	-
2025 Sep.	120,3	79,9	40,5	15,2	10,8	128,5	100,3	-4,3	-23,6	-31,3	4,6	-
Oct.	212,7	180,5	32,2	13,7	-48,5	34,3	68,6	1,4	162,6	160,4	0,8	-
Nov.	226,5	236,6	-10,1	67,8	66,7	38,7	107,7	-6,4	123,7	62,1	2,7	-
Dec.	-62,0	-117,9	55,9	62,0	-21,4	61,6	81,4	-18,6	-172,1	-178,0	5,1	-
2026 Jan.	385,3	380,4	4,9	25,5	16,5	129,6	138,9	-10,1	238,8	225,0	1,5	-
Feb.	290,3	262,6	27,7	25,2	19,3	107,1	144,0	-1,0	157,4	99,2	1,6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2026 Feb.	1 812,4	1 537,1	275,3	248,2	15,5	918,5	1 013,1	-72,9	692,8	508,5	25,8	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2026 Feb.	11,4	9,6	1,7	1,6	0,1	5,8	6,4	-0,5	4,3	3,2	0,2	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

Note: Euro area data include Bulgaria.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2023	1 534,0	8 820,5	10 354,5	2 305,6	2 451,9	4 757,5	15 112,0	183,5	743,6	69,4	996,6	16 108,6
2024	1 554,5	9 048,7	10 603,2	2 544,5	2 456,1	5 000,6	15 603,8	253,8	885,7	33,2	1 172,7	16 776,5
2025	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	259,4	855,7	11,8	1 126,9	17 204,1
2025 Q2	1 563,9	9 242,9	10 806,8	2 401,7	2 514,5	4 916,3	15 723,1	257,5	918,6	28,1	1 204,2	16 927,3
Q3	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 348,9	2 543,7	4 892,6	15 788,7	258,6	922,6	12,3	1 193,5	16 982,3
Q4	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	259,4	855,7	11,8	1 126,9	17 204,1
2026 Q1 ^(a)	1 602,2	9 677,6	11 279,8	2 423,8	2 573,9	4 997,7	16 277,5	230,1	900,1	38,9	1 169,1	17 446,5
2025 Oct.	1 579,2	9 415,3	10 994,5	2 354,2	2 552,2	4 906,4	15 900,9	237,1	910,9	25,1	1 173,0	17 074,0
Nov.	1 585,5	9 473,5	11 059,0	2 406,2	2 559,4	4 965,6	16 024,6	251,7	901,9	22,4	1 176,0	17 200,6
Dec.	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	259,4	855,7	11,8	1 126,9	17 204,1
2026 Jan.	1 597,0	9 625,8	11 222,8	2 411,4	2 569,2	4 980,6	16 203,4	233,0	870,7	32,9	1 136,6	17 340,0
Feb.	1 598,0	9 636,6	11 234,6	2 435,4	2 574,5	5 010,0	16 244,6	216,3	886,7	19,8	1 122,8	17 367,4
Mar. ^(a)	1 602,2	9 677,6	11 279,8	2 423,8	2 573,9	4 997,7	16 277,5	230,1	900,1	38,9	1 169,1	17 446,5
Transactions												
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,2	-104,0	823,2	-149,2	39,8	94,7	22,2	156,7	7,6
2024	21,2	181,6	202,8	205,5	6,8	212,3	415,0	75,6	131,5	-36,4	170,7	585,7
2025	33,0	465,4	498,4	-123,3	101,4	-21,9	476,5	10,2	-5,2	-13,3	-8,3	468,2
2025 Q2	5,7	141,3	147,0	-75,7	26,1	-49,6	97,4	18,3	19,2	-13,1	24,5	121,9
Q3	11,0	80,4	91,4	-52,7	29,2	-23,5	68,0	1,4	1,4	-13,3	-10,5	57,4
Q4	12,6	149,3	161,9	56,6	21,1	77,7	239,6	0,9	-34,2	2,2	-31,1	208,5
2026 Q1 ^(a)	7,1	89,3	96,4	-17,3	8,7	-8,6	87,7	-3,6	42,6	28,1	67,1	154,8
2025 Oct.	4,3	56,1	60,4	-14,7	8,5	-6,2	54,2	-22,1	-12,7	12,2	-22,6	31,5
Nov.	6,3	58,1	64,4	52,1	7,2	59,3	123,7	14,6	-9,7	-1,4	3,4	127,1
Dec.	2,1	35,1	37,1	19,2	5,4	24,7	61,8	8,4	-11,8	-8,5	-11,9	49,9
2026 Jan.	2,0	47,1	49,0	-25,1	4,2	-20,9	28,1	0,7	14,2	20,2	35,2	63,3
Feb.	1,0	8,7	9,6	23,0	5,2	28,2	37,8	-17,0	15,5	-12,5	-14,0	23,8
Mar. ^(a)	4,2	33,5	37,7	-15,2	-0,7	-15,9	21,8	12,6	12,9	20,4	45,9	67,7
Growth rates												
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,6	42,3	19,1	0,0
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-52,4	-0,7	2,8
2025 Q2	1,9	5,3	4,8	-5,4	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-53,2	11,0	3,4
Q3	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3	2,8
Q4	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-52,4	-0,7	2,8
2026 Q1 ^(a)	2,3	5,0	4,6	-3,6	3,4	-0,1	3,1	6,8	3,4	22,8	4,5	3,2
2025 Oct.	2,1	5,7	5,2	-8,0	4,6	-1,8	2,9	-1,4	5,6	-49,4	1,3	2,8
Nov.	2,3	5,5	5,0	-6,1	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,5	2,1	3,0
Dec.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-52,4	-0,7	2,8
2026 Jan.	2,2	5,8	5,2	-5,1	4,0	-0,6	3,4	1,2	1,9	-5,2	1,3	3,2
Feb.	2,0	5,3	4,8	-3,4	3,8	0,2	3,3	-6,7	0,8	-23,2	-1,3	3,0
Mar. ^(a)	2,3	5,0	4,6	-3,6	3,4	-0,1	3,1	6,8	3,4	22,8	4,5	3,2

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	Insurance corporations and pension funds ⁴⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2023	3 317,0	2 403,6	770,9	130,9	11,6	8 406,2	5 105,6	1 014,1	2 285,3	1,3	1 269,0	227,0	542,4
2024	3 415,8	2 479,2	792,2	133,3	11,1	8 733,8	5 188,4	1 255,1	2 289,0	1,3	1 373,2	231,9	548,3
2025	3 504,9	2 575,2	772,7	150,4	6,6	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 476,4	224,6	553,2
2025 Q2	3 439,3	2 506,4	779,8	143,8	9,3	8 844,8	5 334,0	1 174,5	2 335,2	1,1	1 355,0	233,3	544,3
Q3	3 469,1	2 538,4	778,9	145,7	6,0	8 903,2	5 400,7	1 138,3	2 363,0	1,1	1 333,8	229,2	537,2
Q4	3 504,9	2 575,2	772,7	150,4	6,6	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 476,4	224,6	553,2
2026 Q1 ⁴⁾	3 582,3	2 642,2	784,4	152,5	3,1	9 100,5	5 563,5	1 151,0	2 385,3	0,7	1 423,2	244,9	554,5
2025 Oct.	3 473,5	2 556,2	763,3	147,9	6,1	8 932,6	5 422,9	1 138,7	2 370,0	1,0	1 383,2	223,7	546,0
Nov.	3 492,4	2 565,0	773,0	148,8	5,7	8 963,9	5 452,1	1 136,0	2 375,0	0,9	1 442,8	221,6	570,1
Dec.	3 504,9	2 575,2	772,7	150,4	6,6	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 476,4	224,6	553,2
2026 Jan.	3 534,7	2 600,7	776,8	152,7	4,5	9 080,0	5 552,7	1 144,8	2 381,6	1,0	1 406,0	240,1	578,6
Feb.	3 558,9	2 610,5	791,2	152,5	4,6	9 105,2	5 571,6	1 147,7	2 384,9	0,9	1 388,0	244,2	566,6
Mar. ⁴⁾	3 582,3	2 642,2	784,4	152,5	3,1	9 100,5	5 563,5	1 151,0	2 385,3	0,7	1 423,2	244,9	554,5
Transactions													
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,7	-98,9	0,5	-47,3	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,2	48,7	236,1	5,3	0,1	82,8	3,9	3,2
2025	116,3	111,9	-12,6	17,0	0,0	262,4	295,0	-116,4	83,9	-0,1	76,4	-4,8	3,4
2025 Q2	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,6	20,8	0,0	9,8	5,9	4,9
Q3	34,4	32,6	-0,6	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,9	27,8	0,0	-23,8	-4,0	-7,3
Q4	38,2	38,7	-5,7	4,6	0,6	86,4	71,7	-2,6	17,2	0,2	92,5	-4,3	15,1
2026 Q1 ⁴⁾	49,7	42,5	8,5	2,2	-3,5	53,2	49,1	-0,1	4,8	-0,6	-37,8	13,0	-1,0
2025 Oct.	3,6	17,6	-16,2	2,1	0,0	28,7	21,8	0,0	7,0	-0,1	-7,1	-5,6	8,1
Nov.	19,2	8,9	9,8	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	59,5	-2,1	24,1
Dec.	15,5	12,2	0,7	1,6	0,9	26,3	20,7	0,0	5,2	0,4	40,2	3,3	-17,1
2026 Jan.	8,8	5,7	2,8	2,4	-2,1	33,4	38,1	-5,5	1,1	-0,3	-47,4	8,9	23,2
Feb.	23,0	9,1	14,0	-0,2	0,1	24,6	18,6	2,8	3,3	-0,1	-19,6	3,9	-12,0
Mar. ⁴⁾	17,8	27,7	-8,3	0,0	-1,5	-4,8	-7,6	2,7	0,3	-0,2	29,2	0,2	-12,2
Growth rates													
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,1	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2025 Q2	1,8	4,3	-6,8	13,2	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,6	7,2	2,1
Q3	3,1	5,5	-5,5	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Q4	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 Q1 ⁴⁾	4,6	6,0	0,0	9,8	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	2,9	4,7	2,2
2025 Oct.	3,4	5,7	-5,2	15,5	-19,9	3,1	5,9	-9,9	4,0	3,0	2,4	0,8	-1,0
Nov.	3,5	5,4	-3,6	14,4	-26,7	3,1	5,8	-9,7	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
Dec.	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 Jan.	3,6	5,2	-2,6	12,9	-38,4	3,2	6,1	-9,2	3,5	-15,6	4,3	3,3	4,8
Feb.	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,2	5,8	-8,0	3,3	-19,1	2,4	4,0	3,4
Mar. ⁴⁾	4,6	6,0	0,0	9,8	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	2,9	4,7	2,2

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	1	2	3	4						5	Adjusted loans ⁴⁾	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2023	6 297,5	988,8	5 283,4	15 501,0	13 045,4	13 251,0	5 130,8	6 649,1	1 127,6	137,8	1 559,1	896,5
2024	6 251,0	986,9	5 238,3	15 788,1	13 258,1	13 502,0	5 189,1	6 678,6	1 251,3	139,1	1 578,8	951,2
2025	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 248,0	13 630,2	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,9	147,4	1 572,1	1 045,7
2025 Q2	6 274,4	1 007,8	5 240,6	15 955,8	13 410,2	13 679,7	5 214,0	6 767,1	1 284,5	144,6	1 571,0	974,6
Q3	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 020,7	13 447,1	13 719,9	5 243,5	6 808,9	1 258,7	136,1	1 566,9	1 006,6
Q4	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 248,0	13 630,2	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,9	147,4	1 572,1	1 045,7
2026 Q1	6 307,8	1 047,7	5 233,8	16 432,1	13 810,6	14 082,1	5 356,8	6 933,0	1 368,5	152,4	1 571,7	1 049,8
2025 Oct.	6 309,3	1 025,3	5 257,9	16 115,6	13 520,8	13 791,8	5 257,2	6 817,9	1 311,1	134,6	1 572,6	1 022,2
Nov.	6 310,4	1 026,4	5 257,9	16 209,1	13 578,5	13 847,0	5 266,9	6 836,2	1 338,0	137,4	1 589,9	1 040,7
Dec.	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 248,0	13 630,2	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,9	147,4	1 572,1	1 045,7
2026 Jan.	6 373,5	1 039,8	5 307,5	16 360,2	13 711,2	13 983,5	5 310,6	6 898,5	1 350,9	151,2	1 589,8	1 059,2
Feb.	6 328,5	1 045,0	5 257,3	16 407,2	13 758,3	14 021,9	5 335,3	6 918,7	1 351,7	152,5	1 585,3	1 063,6
Mar.	6 307,8	1 047,7	5 233,8	16 432,1	13 810,6	14 082,1	5 356,8	6 933,0	1 368,5	152,4	1 571,7	1 049,8
Transactions												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	274,2	76,2	45,2	106,5	1,0	10,9	47,1
2025	49,9	33,5	16,2	455,7	406,0	440,3	144,7	187,4	65,2	8,7	-4,7	54,4
2025 Q2	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,8	26,6	45,8	15,3	7,8	9,9	-0,4
Q3	19,1	8,3	10,7	65,4	45,2	47,4	33,0	44,7	-24,1	-8,4	-6,7	26,9
Q4	10,2	4,7	5,4	182,2	167,1	176,8	57,5	48,4	49,9	11,2	5,8	9,4
2026 Q1	14,4	24,8	-10,5	152,0	148,4	146,5	47,7	56,9	43,4	0,5	-0,2	3,8
2025 Oct.	8,3	8,1	0,2	68,1	51,8	56,5	13,5	10,0	30,0	-1,6	3,8	12,4
Nov.	5,3	1,3	4,1	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1
Dec.	-3,4	-4,6	1,1	41,2	55,3	62,3	32,1	19,3	-6,1	10,0	-16,2	2,1
2026 Jan.	51,2	17,4	33,8	76,3	49,6	47,6	-0,6	17,4	33,4	-0,6	16,7	10,0
Feb.	-62,5	5,2	-67,7	38,2	47,2	37,6	29,3	20,7	-4,0	1,3	-6,8	-2,3
Mar.	25,7	2,3	23,4	37,5	51,6	61,3	18,9	18,8	14,1	-0,3	-10,2	-3,9
Growth rates												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,7
2025 Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,6	11,0	0,8	4,7
Q3	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	3,7	2,0	0,1	7,3
Q4	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,7
2026 Q1	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,4	3,5	3,2	2,9	6,6	8,1	0,6	4,0
2025 Oct.	0,6	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,0	-1,1	-0,3	8,0
Nov.	0,8	3,6	0,3	3,2	3,3	3,4	3,0	2,7	7,4	1,7	0,9	6,7
Dec.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,7
2026 Jan.	0,9	4,3	0,3	3,1	3,2	3,4	2,7	2,8	6,9	7,0	0,9	5,4
Feb.	0,1	4,4	-0,7	3,0	3,2	3,3	3,0	2,8	5,2	9,2	0,7	4,4
Mar.	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,4	3,5	3,2	2,9	6,6	8,1	0,6	4,0

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	5 130,8	5 135,7	915,6	1 089,6	3 125,7	6 649,1	6 867,2	731,1	5 229,1	688,9
2024	5 189,1	5 199,9	930,7	1 097,7	3 160,7	6 678,6	6 929,5	744,8	5 255,6	678,2
2025	5 294,8	5 324,2	950,1	1 121,5	3 223,1	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2025 Q2	5 214,0	5 250,1	929,7	1 114,7	3 169,6	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1
Q3	5 243,5	5 281,7	926,6	1 126,6	3 190,3	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Q4	5 294,8	5 324,2	950,1	1 121,5	3 223,1	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2026 Q1	5 356,8	5 383,1	966,9	1 141,4	3 248,5	6 933,0	7 189,3	796,1	5 465,2	671,7
2025 Oct.	5 257,2	5 290,7	935,3	1 126,0	3 195,9	6 817,9	7 074,0	771,1	5 373,9	673,0
Nov.	5 266,9	5 300,8	938,5	1 123,4	3 204,9	6 836,2	7 093,3	775,3	5 386,8	674,1
Dec.	5 294,8	5 324,2	950,1	1 121,5	3 223,1	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2026 Jan.	5 310,6	5 341,1	953,6	1 122,6	3 234,4	6 898,5	7 156,2	789,3	5 436,1	673,1
Feb.	5 335,3	5 356,3	953,0	1 129,5	3 252,9	6 918,7	7 174,9	791,5	5 453,9	673,4
Mar.	5 356,8	5 383,1	966,9	1 141,4	3 248,5	6 933,0	7 189,3	796,1	5 465,2	671,7
Transactions										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,2	87,6	21,8	14,6	39,8	45,2	77,5	26,6	28,3	-9,7
2025	144,7	157,0	31,8	35,1	77,9	187,4	204,9	38,7	148,4	0,3
2025 Q2	26,6	37,6	9,2	8,2	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,2
Q3	33,0	34,4	-1,4	11,9	22,5	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
Q4	57,5	49,4	26,3	-4,6	35,8	48,4	61,7	11,9	34,6	2,0
2026 Q1	47,7	45,6	11,1	20,2	16,4	56,9	53,8	9,2	45,5	2,1
2025 Oct.	13,5	8,7	8,3	-2,0	7,1	10,0	20,0	4,3	4,7	1,0
Nov.	11,9	12,4	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
Dec.	32,1	28,3	13,5	-0,7	19,3	19,3	20,8	2,6	16,8	-0,1
2026 Jan.	-0,6	-0,2	-5,9	0,7	4,6	17,4	16,5	1,3	15,9	0,2
Feb.	29,3	19,0	3,5	7,8	18,1	20,7	18,8	2,6	17,7	0,3
Mar.	18,9	26,9	13,5	11,7	-6,3	18,8	18,5	5,3	11,8	1,6
Growth rates										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Q2	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
Q3	2,7	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Q4	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Q1	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
2025 Oct.	2,9	2,9	2,9	4,4	2,3	2,6	2,8	5,2	2,6	0,1
Nov.	3,0	3,1	4,0	4,2	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
Dec.	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Jan.	2,7	2,8	3,1	2,9	2,4	2,8	3,0	5,0	2,8	0,0
Feb.	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,0	2,8	0,1
Mar.	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2023	476,9	7 338,3	1 827,0	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7 851,0	1 842,3	117,2	2 590,7	3 300,8	2 664,2	320,1	140,4	136,0
2025	398,3	8 374,5	1 872,6	131,7	2 621,5	3 748,7	3 241,2	193,3	326,5	238,4
2025 Q2	410,9	7 908,1	1 833,7	129,6	2 562,0	3 382,8	2 829,8	186,2	177,9	165,9
Q3	430,1	8 092,7	1 842,7	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,8	144,0	168,3	168,2
Q4	398,3	8 374,5	1 872,6	131,7	2 621,5	3 748,7	3 241,2	193,3	326,5	238,4
2026 Q1 ^(a)	427,7	8 544,3	1 891,2	133,2	2 650,5	3 869,3	3 548,6	130,1	388,9	257,3
2025 Oct.	441,4	8 220,4	1 852,9	132,4	2 618,3	3 616,8	3 185,6	125,3	366,3	251,8
Nov.	423,1	8 325,1	1 874,9	131,8	2 617,1	3 701,3	3 257,6	171,7	405,3	266,9
Dec.	398,3	8 374,5	1 872,6	131,7	2 621,5	3 748,7	3 241,2	193,3	326,5	238,4
2026 Jan.	481,5	8 590,1	1 883,5	131,5	2 613,5	3 961,5	3 529,8	148,1	398,7	250,3
Feb.	426,4	8 696,9	1 885,0	132,2	2 625,5	4 054,3	3 618,2	136,7	395,5	250,2
Mar. ^(a)	427,7	8 544,3	1 891,2	133,2	2 650,5	3 869,3	3 548,6	130,1	388,9	257,3
Transactions										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	30,7	-11,7	-16,7
2025	1,9	195,0	33,2	16,3	104,8	40,6	297,9	-138,4	21,0	32,5
2025 Q2	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,5	-5,0	4,7
Q3	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-33,5	-9,6	2,3
Q4	-32,8	110,4	24,0	-0,8	32,8	54,5	84,0	9,8	-6,9	0,2
2026 Q1 ^(a)	19,0	39,8	14,6	1,3	19,9	4,0	154,6	-107,3	61,2	17,8
2025 Oct.	10,4	20,5	6,0	-0,2	20,6	-5,9	31,0	-44,9	63,1	21,3
Nov.	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	36,4	41,2	8,8	7,5
Dec.	-24,8	42,8	-4,1	0,0	12,3	34,6	16,6	13,5	-78,8	-28,6
2026 Jan.	73,5	-17,1	9,4	-0,3	2,8	-28,9	59,4	-67,1	71,0	10,3
Feb.	-55,1	31,3	0,9	0,6	8,0	21,8	26,2	-1,8	-3,2	0,4
Mar. ^(a)	0,6	25,6	4,4	1,0	9,1	11,1	69,1	-38,4	-6,6	7,0
Growth rates										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 Q2	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
Q3	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,7
Q4	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 Q1 ^(a)	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,2	-	-	23,9	16,1
2025 Oct.	2,1	2,2	1,2	16,4	3,9	1,1	-	-	36,4	10,1
Nov.	0,1	2,7	2,1	15,2	3,8	1,8	-	-	34,0	19,0
Dec.	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 Jan.	15,1	2,2	2,5	11,9	4,1	0,3	-	-	42,3	24,1
Feb.	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	17,5	14,0
Mar. ^(a)	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,2	-	-	23,9	16,1

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

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

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.
Note: Euro area data include Bulgaria.

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	46,4	45,7	13,2	12,9	14,5	0,8	49,8	44,6	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2
2023	45,8	44,9	13,1	12,4	14,4	0,9	49,3	43,9	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,3	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,4	44,4	10,0	6,0	1,9	22,7	5,0
2025	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,6	10,1	5,9	1,9	22,9	5,1
2025 Q1	46,5	45,7	13,3	12,4	14,8	0,8	49,5	44,5	10,0	6,0	1,9	22,8	5,0
Q2	46,6	45,8	13,2	12,4	14,9	0,8	49,5	44,5	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
Q3	46,6	45,9	13,2	12,4	15,0	0,7	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
Q4	46,9	46,1	13,3	12,4	15,1	0,8	49,8	44,7	10,1	6,0	1,9	22,9	5,1

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.
Note: Euro area data include Bulgaria.

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Non-resident creditors	Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	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	MFI								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	88,9	2,6	13,1	4,8	52,1	39,2	36,8	8,6	80,3	15,9	28,1	44,9	88,0	0,9
2023	86,5	2,4	12,1	4,6	48,9	35,5	37,6	7,7	78,8	14,8	27,8	43,9	85,7	0,8
2024	86,6	2,1	11,7	4,8	46,5	33,5	40,1	7,7	78,9	14,3	28,0	44,2	85,8	0,8
2025	87,4	2,1	11,8	4,6	44,4	31,3	43,0	7,6	79,8	14,6	28,2	44,6	86,7	0,7
2025 Q1	87,2	2,2	11,6	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	87,7	2,2	11,6	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,0	2,2	11,7	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,5	2,1	11,8	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.
Note: Euro area data include Bulgaria.

6 Fiscal developments

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

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

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

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

Note: Euro area data include Bulgaria.

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

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

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Bulgaria	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Government deficit (-)/surplus (+)											
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 Q1	-4,6	-3,0	-2,4	-1,2	4,1	2,4	-3,3	-5,7	-2,7	-3,4	4,3
Q2	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,8	2,1	-3,3	-5,6	-2,9	-3,2	3,9
Q3	-5,0	-2,7	-2,2	-1,5	1,2	2,5	-3,0	-5,5	-2,8	-3,3	3,4
Q4	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
Government debt											
2022	103,3	22,5	64,4	19,2	43,0	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,1
2023	102,5	22,9	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,5	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	23,8	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	112,6	57,4	134,7	62,7
2025	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	115,6	56,3	137,1	55,0
2025 Q1	106,1	23,7	62,0	23,9	34,5	152,9	103,3	114,2	58,3	137,2	61,9
Q2	106,2	26,3	62,3	23,2	33,4	152,0	103,4	115,9	57,5	138,1	61,1
Q3	107,1	28,4	63,0	22,8	32,8	149,8	103,1	117,8	57,2	137,5	60,3
Q4	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	116,2	56,5	137,1	55,0
Government deficit (-)/surplus (+)											
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2	
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9	
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4	
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4	
2025 Q1	-1,4	-1,3	0,6	-3,1	-1,1	-5,0	0,6	-1,4	-5,2	-4,2	
Q2	-2,0	-1,8	-0,1	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-3,9	
Q3	-2,6	-1,8	-0,6	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,6	
Q4	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4	
Government debt											
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0	
2023	44,4	37,1	24,7	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0	
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4	
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5	
2025 Q1	45,0	40,4	26,1	46,5	43,2	83,0	94,8	69,6	63,2	84,2	
Q2	47,6	39,0	25,0	46,6	42,7	82,0	96,5	69,5	62,9	88,6	
Q3	44,8	40,6	27,5	46,4	42,3	83,5	97,4	67,7	62,3	86,9	
Q4	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5	

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2026**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

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 29 avril 2026.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-01-26-051-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général