BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2026

Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires **3**

Synthèse 3

1 Environnement extérieur 8

2 Activité économique 15

3 Prix et coûts 24

4 Évolutions sur les marchés financiers 32

5 Conditions de financement et évolutions du crédit 38

6 Évolutions budgétaires 43

Encadrés **47**

1 Quels sont les pays les plus vulnérables à l'essor industriel de la Chine ? Une évaluation de l'exposition inégale de l'Europe 47

2 Faire face à l'incertitude : comment le conflit au Moyen-Orient façonne les anticipations et les stratégies d'adaptation des entreprises 55

4 Principaux résultats des dernières projections démographiques pour la zone euro 61

5 Le parcours inégal des prix de gros du gaz et de l'électricité jusqu'aux factures des consommateurs 67

6 L'évolution des conditions financières dans la zone euro et aux États-Unis selon l'ICF macro-financier 74

7 Les évolutions des marchés des actions américains pendant le boom de l'IA 81

8 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 6 mai au 28 juillet 2026 88

Articles **94**

1 Favoriser l'expansion des entreprises européennes : pourquoi un régime de droit des sociétés de l'UE est nécessaire pour libérer l'investissement, l'innovation et la croissance transfrontières 94

Encadré 1 Le régime des sociétés par actions du Delaware : une infrastructure juridique pour les entreprises américaines à forte croissance 99

Encadré 2 Prochaines étapes : contraintes et voies pragmatiques 114

2 Les dépenses de défense et leurs effets macroéconomiques à court et à long terme 120

Encadré 1 Comprendre les statistiques relatives aux dépenses de défense 126

Encadré 2 Effets macroéconomiques des dépenses de défense au-delà des projections de base : analyse de scénarios fondée sur un modèle et données empiriques 131

Encadré 3 Bénéfices économiques de dépenses plus importantes de R&D pour la défense 139

Statistiques **145**

Évolutions économiques, financières et monétaires

Synthèse

Lors de sa réunion du 10 septembre 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Le conflit au Moyen-Orient continue de générer des tensions sur l'inflation, qui devrait rester largement supérieure à la cible pendant une période prolongée. La décision de relever les taux d'intérêt souligne l'engagement du Conseil des gouverneurs à mener une politique monétaire assurant la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme.

D'après le scénario de base des projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 3,0 % en 2026, 2,5 % en 2027 et 2,1 % en 2028. Pour l'inflation hors énergie et produits alimentaires, le scénario de base prévoit 2,5 % en 2026, 2,6 % en 2027 et 2,3 % en 2028. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, la projection de base pour l'inflation est restée inchangée pour 2026 et a été relevée pour 2027 et 2028. Pour la croissance économique, la projection de base se situe à 0,9 % en 2026, 1,4 % en 2027 et 1,5 % en 2028. Les taux ont été revus à la hausse pour 2026 et 2027, principalement en raison de la capacité de résistance plus forte que prévu de l'économie de la zone euro.

Les perspectives demeurent hautement incertaines et comportent des risques orientés à la hausse pour l'inflation et à la baisse pour la croissance économique. En ce qui concerne le choc énergétique, les scénarios mis à jour par nos services montrent les nombreuses trajectoires possibles d'évolution de la croissance et de l'inflation dans différents cas de figure, en fonction de son intensité et de sa durée ainsi que des effets indirects et de second tour qu'il pourrait générer. Ces scénarios ont été publiés dans le cadre des projections macroéconomiques de septembre 2026 sur le site internet de la BCE.

Avec sa décision prise le 10 septembre, le Conseil des gouverneurs reste en bonne position pour faire face à l'incertitude provoquée par le conflit au Moyen-Orient. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Activité économique

L'économie a bien résisté au deuxième trimestre 2026, malgré les effets défavorables du choc énergétique. L'activité a progressé dans tous les pays et tous les secteurs, et cela sera probablement encore le cas au troisième trimestre. L'industrie manufacturière reste dopée par l'augmentation des dépenses publiques dans la défense et les infrastructures. Le rebond de la confiance des consommateurs à partir de faibles niveaux a aidé le secteur des services à se remettre du choc initial sur les prix de l'énergie. L'accélération de l'activité liée à l'intelligence artificielle se reflète dans les services numériques, les investissements des entreprises et les exportations.

Le marché du travail est resté robuste, et le taux de chômage est resté inchangé à 6,4 % en juillet. La croissance de l'emploi et de la population active continue de se ralentir, alors que la productivité s'est progressivement renforcée.

Les perspectives de croissance à court terme se sont améliorées par rapport aux projections de juin 2026, en particulier grâce à la robustesse de la consommation privée et des dépenses publiques. À moyen terme, la consommation devrait être soutenue par le recul graduel des prix de l'énergie et le dynamisme du marché du travail. La croissance sera de plus en plus stimulée par les investissements des entreprises et dans l'immobilier résidentiel. Les exportations devraient bénéficier de l'accroissement de la demande extérieure, mais leur progression est actuellement freinée par les problèmes de compétitivité et les incertitudes autour des politiques commerciales mondiales.

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

Inflation

L'inflation est passée de 2,9 % en juillet à 3,3 % en août 2026. La hausse des prix de l'énergie est passée de 10,3 % en juillet à 14,3 %. Cette augmentation est probablement surtout due à une forte contribution des marges de raffinage sur les carburants liquides ainsi qu'à un renchérissement des matières premières énergétiques. La hausse des prix des produits alimentaires est restée inchangée à 1,2 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est revenue de 2,5 % en juillet à 2,4 %, l'augmentation des prix des biens s'étant intensifiée, de 0,9 % à 1,2 %, et celle des prix des services s'étant repliée, de 3,3 % à 3,0 %.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement inchangées en juillet. À ce stade, le choc énergétique n'a pas encore eu d'incidence significative sur les salaires. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 3,3 % au deuxième trimestre 2026, contre 3,5 % au premier trimestre. Le renforcement de la productivité du travail a aussi contribué à contenir la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui a ralenti à 2,6 %, après 3,5 % au premier trimestre. Dans le même temps, la croissance des bénéfices unitaires s'est accélérée, de 0,3 % à 2,2 %. Pour la période à venir, l'outil de suivi des salaires de la BCE signale une légère accélération de la hausse des salaires négociés, à 2,7 %, au premier semestre 2027. Les anticipations d'inflation à des horizons plus courts restent élevées, mais la plupart des mesures à plus long terme s'établissent autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

Le conflit au Moyen-Orient et l'évolution récente de la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine ont encore rehaussé la trajectoire des prix de l'énergie. Par conséquent, l'inflation totale demeurerait nettement supérieure à la cible jusqu'au premier semestre 2027. Par la suite, la hausse des prix de l'énergie devrait se ralentir et s'inverser jusqu'à la mi-2028, entraînant une décélération de l'inflation totale. Le renchérissement de l'énergie devrait se répercuter progressivement sur l'inflation *core* et les prix des produits alimentaires. L'amélioration des perspectives économiques contribuerait également à une légère accélération de l'inflation *core*, qui progresserait jusqu'au début de 2027 et resterait soutenue jusqu'à la fin de l'année, avant de se modérer en 2028. Globalement, l'inflation totale devrait revenir autour de la cible vers la fin de 2027, en partie sous l'effet des taux d'intérêt plus élevés. Le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller de près l'ampleur et la persistance de cette augmentation 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, principalement à cause du conflit au Moyen-Orient et de l'évolution de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine. Une nouvelle perturbation des approvisionnements en énergie pourrait entraîner une augmentation des prix dans ce secteur plus forte et plus durable qu'anticipé actuellement, ce qui pèserait sur les revenus réels, les dépenses et l'investissement. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers internationaux ou des répercussions sur les marchés obligataires mondiaux pourraient se traduire par un durcissement des conditions de crédit, freinant ainsi la demande. Une résurgence des tensions commerciales entre les principales économies pourrait également perturber davantage les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. Cela étant, la croissance pourrait être plus forte si l'économie et les marchés de l'énergie s'adaptaient plus rapidement que prévu aux perturbations causées par les conflits en cours ou si ceux-ci trouvaient une fin durable. De plus, l'adoption des nouvelles technologies par les entreprises de la zone euro et les

dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, ainsi que les réformes visant à accroître la productivité et achever le marché unique de l'UE, pourraient renforcer la croissance davantage qu'attendu.

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

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché se sont accrus depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 23 juillet 2026, reflétant des mouvements similaires sur les marchés mondiaux. À la suite du relèvement des taux d'intérêt en juin 2026, les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises sont passés à 3,8 % en juin et juillet, après 3,6 % en mai. Le coût de l'endettement de marché des entreprises s'est élevé à 4,0 % en juillet, soit un niveau comparable à celui des mois précédents et bien supérieur à ce qu'il était avant le conflit au Moyen-Orient. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises, qui réagit habituellement avec un plus long décalage aux ajustements de politique monétaires, a encore augmenté, de 4,0 % en mai et juin à 4,4 % en juillet. Le taux de croissance annuel des émissions d'obligations d'entreprises s'est quant à lui élevé à 3,4 %, après 3,6 % en juin et 3,3 % en mai. Les taux hypothécaires sont restés inchangés en juin et juillet, à 3,5 %, alors que la croissance des prêts hypothécaires a très légèrement faibli, à 3,0 % en juillet, contre 3,1 % en mai et juin.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion du 10 septembre 2026, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été relevés à respectivement 2,50 %, 2,65 % et 2,90 % à compter du 16 septembre 2026.

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

Conclusion

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

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

1 Environnement extérieur

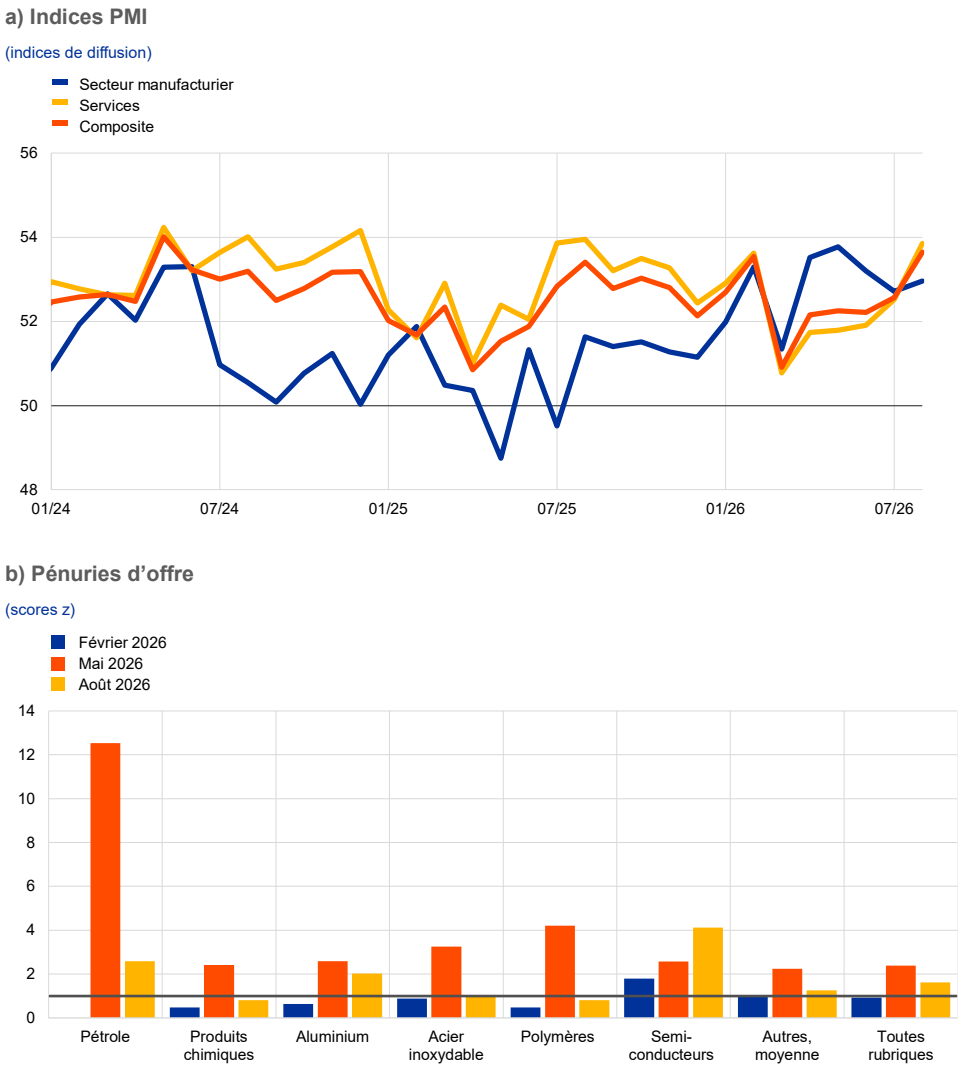
L'économie mondiale est restée solide au deuxième trimestre 2026, l'investissement soutenu lié à l'intelligence artificielle (IA) ayant compensé les effets défavorables du conflit au Moyen-Orient. L'activité a mieux résisté que prévu, la dynamique plus forte des économies exportatrices d'IA, telles que la Malaisie, la Corée du Sud et Taïwan, et des surprises positives en Inde ayant plus que compensé la croissance plus faible aux États-Unis et en Chine. Le commerce mondial a nettement surpris à la hausse, soutenu par les expéditions de biens liées à l'IA et l'anticipation temporaire des achats de biens sensibles aux droits de douane et à forte intensité énergétique. Les indicateurs disponibles vont dans le sens d'une poursuite de la résilience au troisième trimestre. L'inflation mondiale a augmenté au deuxième trimestre, en ligne avec les projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème, la hausse des coûts de l'énergie se répercutant sur les prix à la consommation, tandis que les tensions sur les prix se sont également intensifiées pour les biens liés à l'IA. Les perspectives de croissance mondiale dans les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE ont été légèrement révisées à la hausse par rapport aux projections de juin, reflétant l'atténuation des pénuries d'offre, un renforcement de l'investissement lié à l'IA et la baisse des prix du pétrole. La croissance du commerce mondial a été révisée plus nettement à la hausse, reflétant des résultats plus solides au deuxième trimestre et la forte intensité commerciale de l'investissement dans les infrastructures d'IA. Les perspectives d'inflation mondiale sont inchangées, l'effet baissier de la diminution des prix du pétrole brut et de l'atténuation des pénuries d'offre étant largement compensé par une hausse des marges de raffinage pour les produits pétroliers, le renchérissement du gaz et les tensions plus fortes sur les prix des biens liés à l'IA.

L'activité mondiale a continué de bien résister au deuxième trimestre 2026, et les indicateurs disponibles indiquent une vigueur persistante à court terme. Les publications des comptes nationaux disponibles suggèrent que le PIB en volume mondial hors zone euro a progressé de 0,8 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2026. La croissance plus faible aux États-Unis et en Chine a été plus que compensée par des résultats plus robustes dans les économies exportatrices de biens liés à l'IA, telles que la Malaisie, la Corée du Sud et Taïwan, et par des surprises positives concernant la croissance en Inde. Les indicateurs tirés d'enquêtes se sont encore renforcés en août dans un contexte de forte hausse de l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale de services et un indice pour la production manufacturière mondiale fermement situé en territoire expansionniste (graphique 1, partie a). Les enquêtes sectorielles granulaires continuent d'identifier le secteur technologique comme une source essentielle de vigueur, tandis que l'activité dans la fabrication de biens de consommation s'est modérée avec la dissipation de l'impulsion temporaire donnée par la concentration des achats en début de période. Les données tirées de l'indice PMI mondial indiquent que les pénuries d'offre dans les secteurs liés à l'énergie se sont nettement atténuées depuis mai, alors que d'autres secteurs n'ont pas été affectés – à l'exception du secteur des semi-conducteurs, dans lequel les pénuries se sont intensifiées dans un contexte de forte demande liée à l'IA (graphique 1, partie b).

Les données disponibles font état d'une croissance mondiale robuste au troisième trimestre, l'outil de prévision en temps réel des services de la BCE indiquant une croissance trimestrielle d'environ 1,0 %, globalement en ligne avec les anticipations consensuelles des prévisionnistes du secteur privé.

Graphique 1

Indices PMI pour la production mondiale (hors zone euro) et pénuries d'offre



Sources : S&P Global Market Intelligence et calculs des services de la BCE.
Notes : Dans la partie a), la ligne horizontale à 50 marque la ligne de base neutre qui sépare l'expansion et la contraction. Dans la partie b), « Autres, moyenne » se rapporte aux pénuries d'offre moyennes pour les secteurs qui ne sont pas présentés individuellement. Les pénuries d'offre sont calculées à partir du nombre de directeurs d'achat qui déclarent qu'une rubrique spécifique a fait l'objet d'une pénurie au cours du mois de l'enquête et sont exprimées sous forme de scores z. Une valeur de 1,0 (indiquée par une ligne grise) signifie que les pénuries d'offre sont en ligne avec la moyenne à long terme. Les valeurs supérieures (inférieures) à 1,0 indiquent que les pénuries d'offre sont évaluées comme étant supérieures (inférieures) à la normale. Les dernières observations se rapportent à août 2026.

Les perspectives de croissance mondiale ont été légèrement révisées à la hausse dans les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE, reflétant un renforcement de l'investissement lié à l'IA, l'atténuation des pénuries d'offre et une meilleure résistance de la consommation privée aux États-Unis. La croissance du PIB mondial en volume

hors zone euro devrait se modérer, revenant de 3,7 % en 2025 à 3,1 % en 2026, avant de se redresser progressivement pour s'établir à 3,3 % en 2027 et à 3,4 % en 2028. Par rapport aux projections de juin 2026, la croissance a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour chaque année de l'horizon de projection (2026-2028). Les révisions à la hausse reflètent un renforcement de l'investissement dans les infrastructures d'IA au sein des économies intégrées dans la chaîne de valeur technologique, une réévaluation de la résilience de la consommation américaine et un choc d'offre moins défavorable dans la mesure où les pénuries d'offre se sont atténuées depuis juin. Néanmoins, les projections de croissance mondiale demeurent inférieures à leur moyenne d'avant la pandémie sur l'horizon de projection [1].

Le regain de tensions au Moyen-Orient a poussé les prix du pétrole et du gaz à la hausse, le renchérissement du gaz européen étant amplifié par le faible niveau des stocks. Les prix du pétrole ont augmenté de 18 % au cours de la période sous revue (du 11 juin au 9 septembre 2026), atteignant des prix supérieurs de 54 % à leurs niveaux d'avant le conflit au Moyen-Orient. Au début de la période sous revue, les prix ont baissé après la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, mais ont par la suite rebondi, l'accord échouant à permettre une désescalade durable du conflit. Plus récemment, de nouvelles frappes entre les deux parties ont soulevé des inquiétudes quant à la normalisation des flux de pétrole transitant par le détroit d'Ormuz, ce qui a encore accentué les tensions à la hausse. L'augmentation des prix a été en partie compensée par une diminution de la demande, car les marges de raffinage élevées, alimentées par les tensions au Moyen-Orient et les frappes ukrainiennes sur les raffineries russes, ont pesé sur la consommation de pétrole. Les prix du gaz européen ont aussi fortement augmenté, de 62 %, pour s'établir à environ 150 % de leur niveau d'avant le conflit au Moyen-Orient, les pressions haussières dues au conflit étant accentuées par le niveau historiquement bas des stocks européens. Bien que le bas niveau des stocks puisse refléter en partie la réticence antérieure à reconstituer les stocks à des prix élevés, il soulève néanmoins des inquiétudes quant au fait que les intervenants de marché puissent être obligés de se précipiter pour sécuriser des approvisionnements avant l'hiver. Les prix des produits alimentaires ont augmenté de 22 %, reflétant un renchérissement du cacao, les révisions à la hausse continues de la vigueur de l'épisode El Niño cette année ayant accentué les inquiétudes concernant l'offre de cacao. Les hausses de prix ont également été soutenues par les prix du blé et du maïs, la récente escalade de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine menaçant les exportations de céréales de la région. Les prix des métaux ont augmenté de 1 %, alimentés par les prix du cuivre coté à Londres. Cette hausse reflète les craintes que les États-Unis imposent des droits de douane sur le cuivre, incitant les investisseurs à rediriger les livraisons vers les États-Unis avant leur introduction, et augmentant ainsi les prix en-dehors des États-Unis.

L'inflation mondiale a diminué en juin et juillet 2026 après avoir fortement augmenté au cours des mois précédents, l'inflation dans le secteur de

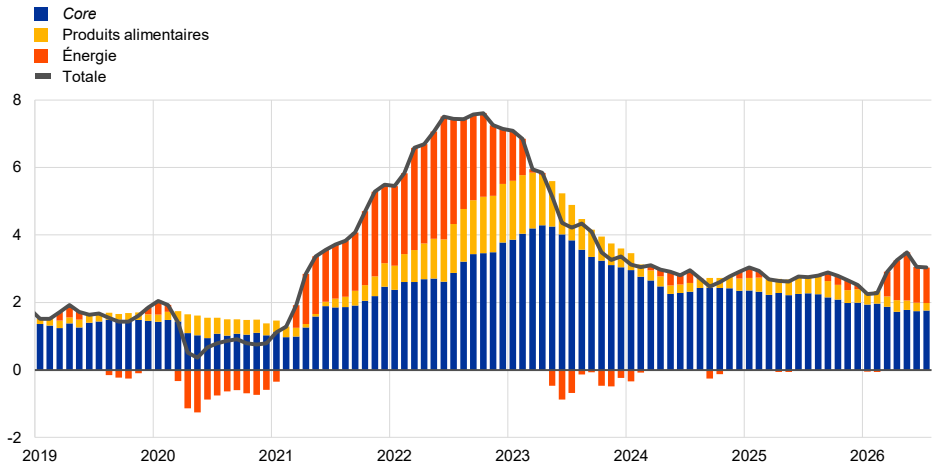
[1] Pour plus de détails, cf. l'encadré 1 des « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2026 », publiées sur le site internet de la BCE le 10 septembre 2026.

l'énergie s'inscrivant en baisse. L'inflation totale mondiale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) hors Turquie est revenue à 3,0 % en juin et est demeurée stable en juillet, après un pic à 3,5 % en mai (graphique 2). Tandis que la contribution des coûts plus élevés de l'énergie est demeurée élevée, l'inflation dans le secteur de l'énergie est revenue de 16,0 % en mai 2026 à 11,9 % en juillet avec l'atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Dans le même temps, les tensions sur les prix se sont accrues pour les biens liés à la technologie, en particulier dans les économies intégrées aux chaînes de valeur liées à l'IA. Toutefois, l'exposition est concentrée sur une gamme étroite de produits qui ont un faible poids dans les paniers de consommation, tels que les ordinateurs portables et les smartphones. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE, l'inflation totale mondiale devrait augmenter, passant de 3,1 % en 2025 à 3,5 % en 2026, avant de revenir à 3,0 % en 2027 et 2,5 % en 2028 [2]. Les perspectives sont inchangées par rapport aux projections de juin, l'impact baissier de la diminution des prix du pétrole brut et de l'atténuation des pénuries d'offre étant largement compensé par le renchérissement du gaz et des produits alimentaires, la hausse des marges de raffinage et les tensions plus fortes sur les prix des biens liés à l'IA. Le conflit non résolu au Moyen-Orient, de possibles effets de second tour et un épisode El Niño plus fort maintiennent les risques pesant sur l'inflation mondiale orientés à la hausse.

Graphique 2

Inflation mesurée par l'IPC dans la zone OCDE

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



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

La croissance des importations mondiales est restée dynamique au deuxième trimestre, soutenue par les échanges commerciaux liés à l'IA et leur concentration temporaire en début de période. D'après les publications des

[2] Les projections établies par les services de la BCE pour l'inflation mondiale totale mesurée par l'IPC couvrent un plus large ensemble de pays que l'agrégat de l'OCDE habituellement présenté dans le Bulletin économique, y compris de grandes économies de marché émergentes telles que le Brésil, la Chine, l'Inde, et la Russie.

comptes nationaux disponibles, les importations mondiales ont augmenté de 1,8 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2026, nettement au-dessus des projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème. L'importante surprise à la hausse reflète des échanges commerciaux plus soutenus que prévu entre les exportateurs de technologie asiatiques, la concentration en début de période des importations américaines de biens de consommation en prévision des mesures relatives aux droits de douane anticipées en juillet, et des achats de précaution de biens à forte intensité énergétique dans un contexte de préoccupations relatives à de nouvelles perturbations de l'offre. Les effets temporaires de l'anticipation des importations devraient se dissiper, mais le cycle mondial d'investissement dans l'IA devrait continuer à soutenir les échanges commerciaux. La vigueur des importations par rapport à l'activité reflète la forte intensité en importations des investissements dans les centres de données et les infrastructures d'IA qui y sont liées, amplifiée par la propagation via des chaînes de valeur technologiques mondiales géographiquement dispersées. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE, la croissance des importations mondiales devrait s'établir à 4,7 % en 2026 et 4,5 % en 2027, avant de se ralentir à 3,5 % en 2028. Par rapport aux projections de juin, cela représente une révision à la hausse de 0,5 point de pourcentage pour 2026 et de 0,9 point de pourcentage pour 2027, en raison de résultats plus solides au deuxième trimestre et du renforcement des échanges de biens liés à l'IA et à la technologie.

Aux États-Unis, la demande intérieure a continué de bien résister, soutenue par la consommation et l'investissement lié à l'IA. La croissance du PIB en volume s'est ralentie, à 0,4 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2026, les stocks et les échanges commerciaux nets pesant sur l'activité, tandis que la demande intérieure finale est demeurée robuste. La consommation privée a fortement augmenté et l'investissement a continué de bénéficier du développement de l'IA. Toutefois, les sources de croissance sont devenues plus concentrées. Selon les estimations, l'activité liée à la technologie devrait avoir contribué pour un tiers à la croissance du PIB au deuxième trimestre. Le taux d'épargne des ménages est revenu à 2,7 % en juin, tandis que les gains de patrimoine ont principalement profité aux ménages à hauts revenus détenant d'importants portefeuilles d'actions, laissant la consommation plus exposée à une correction sur les marchés financiers. Un ajustement du niveau élevé des dépenses de consommation observé au deuxième trimestre est probable, les ventes au détail se modérant en juillet avec la dissipation des facteurs de soutien temporaires et de l'anticipation des achats. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB en volume devrait s'établir à 2,0 % chaque année de 2026 à 2028. Par rapport aux projections de juin, la croissance a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage en 2026, après le résultat plus faible du deuxième trimestre, mais à la hausse de 0,2 point de pourcentage en 2027 et de 0,1 point de pourcentage en 2028 en raison d'une consommation privée plus résistante et d'un investissement en infrastructures d'IA plus dynamique.

L'inflation américaine reste supérieure à la cible, tandis que les signaux provenant des mesures des tensions sous-jacentes sur les prix sont

contrastés. L'inflation totale mesurée par l'IPC est revenue à 3,4 % en juillet avec la baisse des prix de l'énergie, mais les tensions sur les prix sont devenues visibles dans certains produits de consommation à forte intensité technologique, même si leur poids dans le panier d'inflation total est limité. S'agissant des dépenses de consommation privée, l'inflation *core* est restée supérieure à 3 % en juin, tandis que l'inflation à moyenne tronquée s'est établie à un niveau proche de 2 %, soulignant la divergence entre les mesures des tensions sous-jacentes sur les prix. Cette divergence est susceptible de refléter la concentration de chocs d'offre sur l'énergie, les droits de douane et les biens liés à l'IA et de rendre difficile d'évaluer dans quelle mesure les tensions inflationnistes s'atténuent. Dans le même temps, le marché du travail apparaît globalement équilibré et les tensions sur les salaires demeurent contenues, l'indice du coût de l'emploi s'étant ralenti au deuxième trimestre et la forte croissance de la productivité limitant les tensions sur les coûts unitaires de main-d'œuvre. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE, l'inflation totale mesurée par l'IPC devrait s'établir à 3,4 % en moyenne en 2026, avant de revenir à 2,9 % en 2027 et 2,2 % en 2028. La projection pour 2026 a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage, en raison principalement de résultats plus robustes au deuxième trimestre et d'une hausse des prix des importations liées à l'IA. Lors de sa réunion de juillet, le Comité fédéral de l'*open market* a maintenu inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 3,50 %-3,75 %.

En Chine, la détérioration de la demande intérieure s'est prolongée au troisième trimestre, en dépit du soutien continu des exportations et de l'investissement lié à l'IA. La croissance du PIB en volume s'est ralentie, à 0,9 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2026, reflétant la faible demande des ménages et le frein exercé par le renchérissement de l'énergie. Les indicateurs d'activité pour juillet ont surpris à la baisse, la croissance annuelle des ventes au détail, de la production industrielle et de l'investissement en actifs fixes se révélant nettement inférieure au consensus des anticipations. Le recul de l'immobilier résidentiel a continué de peser sur la confiance, la consommation et l'investissement, tandis que des revenus plus faibles et des conditions plus atones sur le marché du travail se sont ajoutés aux facteurs défavorables auxquels sont confrontés les ménages. Une enquête réalisée par la Banque populaire de Chine auprès des ménages fait état d'un affaiblissement constant de la confiance dans les revenus futurs et l'emploi actuel, en ligne avec le ralentissement de la croissance de la masse salariale. Les exportations continuent de bien résister, soutenues par la demande liée à l'IA, mais les importations ont également fortement augmenté. L'excédent de la Chine au titre des biens vis-à-vis de l'Union européenne (UE) a continué d'augmenter, reflétant l'exposition limitée de l'UE à la demande chinoise d'importations liées à l'IA. Les prix des exportations ont quitté le territoire déflationniste, les produits liés à l'IA expliquant environ les deux tiers du total de la hausse des prix à l'exportation en mai 2026. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB en volume devrait diminuer, revenant de 5,1 % en 2025 à 4,5 % en 2026, 4,3 % en 2027 et 4,0 % en 2028. Par rapport aux projections de juin, la croissance a été révisée à la baisse de 0,2 point de pourcentage en 2026, après le faible résultat du deuxième trimestre, mais à la hausse de 0,2 point de pourcentage

en 2027, en raison d'un renforcement de l'investissement en infrastructures d'IA. L'inflation totale mesurée par l'IPC devrait rester atone à 1,2 % en 2026, 1,3 % en 2027 et 1,5 % en 2028, dans un contexte de sous-utilisation persistante des capacités de production et de faible demande des ménages.

Au Royaume-Uni, l'activité économique a mieux résisté que prévu au deuxième trimestre, tandis que l'augmentation des factures d'énergie des ménages a poussé l'inflation à la hausse en juillet. Le PIB en volume a progressé de 0,4 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2026, soutenu principalement par l'investissement et la consommation privés, et les indicateurs tirés d'enquêtes ont fait état d'une croissance modeste au début du troisième trimestre. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE, le PIB en volume devrait croître de 1,2 % en 2026 et en 2027, et de 1,5 % en 2028. Les projections pour 2026 et 2027 ont été révisées à la hausse de 0,2 et 0,1 point de pourcentage, respectivement, reflétant le résultat plus élevé du deuxième trimestre et l'atténuation des pénuries d'offre. L'inflation totale mesurée par l'IPC est passée de 2,6 % en juin à 2,9 % en juillet, principalement en raison de la hausse du plafonnement des prix réglementés de l'énergie, tandis que l'inflation *core* est demeurée inchangée à 2,6 %. Les éléments indiquant des effets indirects et de second tour demeurent limités, les anticipations d'inflation des ménages s'inscrivant en baisse et la croissance des salaires dans le secteur privé se modérant. L'inflation totale devrait s'établir à 3,0 % en 2026, 2,7 % en 2027 et 2,0 % en 2028. Lors de sa réunion de juillet, la Banque d'Angleterre a maintenu inchangé son taux directeur à 3,75 %.

2 Activité économique

La croissance de la zone euro a dépassé les prévisions au deuxième trimestre 2026, ressortant à 0,6 % en rythme trimestriel, soutenue par la demande intérieure et les exportations, ainsi que par un rebond vigoureux du PIB irlandais. Même sans tenir compte des données irlandaises volatiles, la croissance économique est restée robuste, à 0,3 % en rythme trimestriel, malgré le conflit au Moyen-Orient. Les données récentes font état d'une poursuite de la croissance au troisième trimestre, même si le paysage géopolitique reste difficile. Le secteur manufacturier devrait continuer de bénéficier des dépenses consacrées à la défense et aux technologies numériques, ainsi que de la constitution de stocks par les entreprises en vue d'atténuer les risques liés aux chaînes d'approvisionnement. En parallèle, après l'affaiblissement marqué provoqué par le choc énergétique face au conflit au Moyen-Orient, l'activité dans le secteur des services devrait continuer de se redresser, soutenue, entre autres, par une forte demande liée à l'intelligence artificielle (IA). Dans le même temps, les entreprises semblent prudentes dans leurs décisions de recrutement, embauchant moins mais sans licencier un nombre croissant de travailleurs, laissant le taux de chômage inchangé. À moyen terme, la dynamique de croissance devrait être alimentée par le renforcement de la consommation privée, les investissements dans les nouvelles technologies numériques et l'activité liée à l'IA, les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures, ainsi qu'une légère reprise des exportations.

Cette perspective se reflète dans les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume de 0,9 % en 2026, 1,4 % en 2027 et 1,5 % en 2028. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, la croissance du PIB a été légèrement révisée à la hausse pour 2026, reflétant une résilience plus forte que prévue, comme l'illustrent les surprises à la hausse et les indicateurs tirés d'enquête positifs. Les évolutions plus positives que prévu en 2026 impliquent un acquis de croissance pour 2027, entraînant une révision à la hausse, tandis que la croissance totale reste inchangée pour 2028. Les perspectives économiques de la zone euro demeurent très incertaines en raison du conflit en cours au Moyen-Orient et de la volatilité persistante des prix de l'énergie. Afin de prendre en compte cette incertitude, le scénario de base est complété par des versions mises à jour des scénarios plus modéré, défavorable, et sévère figurant dans les projections de juin 2026.

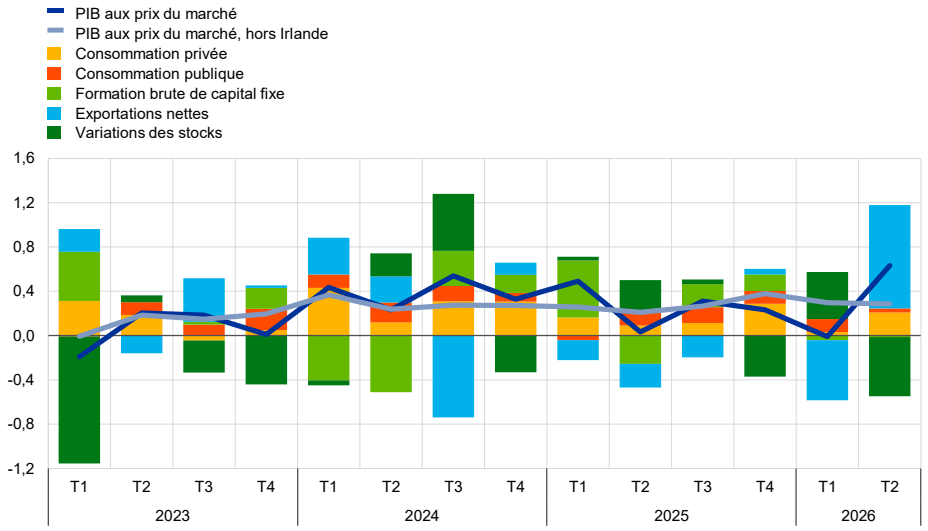
L'économie de la zone euro a bien résisté au deuxième trimestre 2026, affichant une croissance généralisée sur l'ensemble des secteurs et des pays. Selon la dernière estimation d'Eurostat, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel au second trimestre 2026, après avoir affiché une croissance nulle au premier trimestre. En excluant les données irlandaises volatiles, la croissance du PIB en volume est ressortie à 0,3 %, sans changement par rapport au premier trimestre. La dynamique de croissance des composantes de la demande intérieure a varié au deuxième trimestre (graphique 3). La croissance de la consommation privée et de la consommation publique est restée

positive, tandis que l'investissement s'est de nouveau légèrement contracté. Dans le même temps, les variations des stocks ont contribué négativement à la croissance du PIB. Bien que les exportations nettes soient fortement positives dans les chiffres globaux, elles sont plus modérées lorsque l'on exclut les flux commerciaux irlandais volatils. La production au second trimestre a été tirée par l'industrie et les services, ces derniers étant soutenus une fois de plus par le secteur des services d'information et de communication. La dynamique dans le secteur de la construction s'est renforcée par rapport au premier trimestre, entraînant un rebond de la croissance. Les évolutions dans le secteur manufacturier ont été principalement positives au sein des économies de la zone euro mais ont été très affectées par la volatilité dans certains pays – avec en particulier une hausse de 22 % déclarée par l'Irlande. Si le secteur reste confronté à des facteurs défavorables liés à la hausse des droits de douane et à l'incertitude géopolitique, il est également soutenu par la production croissante liée au secteur de la défense. En dépit des différences notables entre pays, la plupart des États membres ont affiché une croissance positive du PIB au deuxième trimestre 2026.

Graphique 3

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



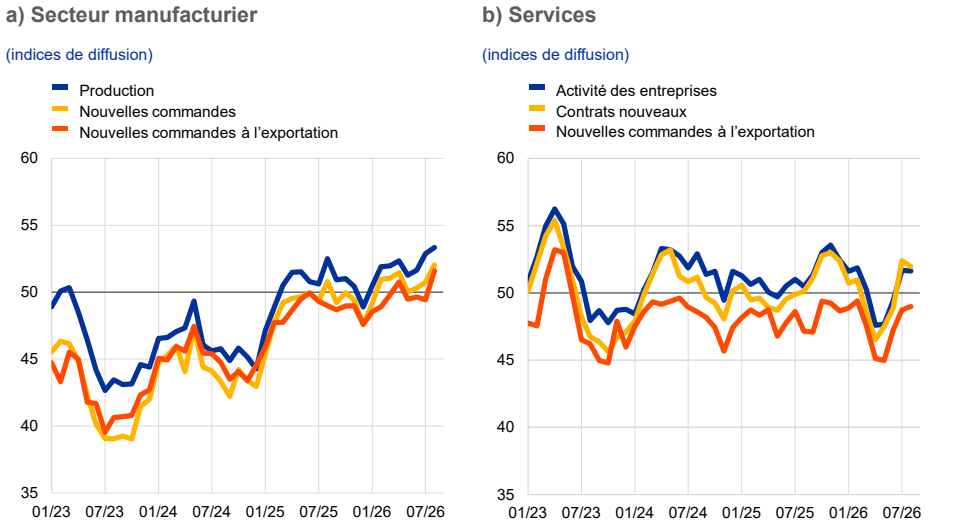
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique présente également le PIB hors Irlande, les données irlandaises étant particulièrement volatiles. Toutefois, les sous-composantes présentent la ventilation du PIB incluant l'Irlande. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre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

Les données récentes font état d'une poursuite de la croissance de l'activité économique au troisième trimestre 2026, même si le paysage géopolitique reste difficile. L'indice composite des directeurs d'achats (PMI) pour la production dans la zone euro a atteint une moyenne de 52,0 en juillet et en août, soit une nette amélioration par rapport aux signaux indiquant une contraction qui avaient été observés au deuxième trimestre (49,1). Cette amélioration a concerné l'ensemble des secteurs, indiquant une résilience continue de la zone euro. Tandis que l'indice relatif à la production dans le secteur manufacturier est passé de 51,8 à 53,1 sur la même période, l'indice relatif à l'activité dans les services s'est redressé, s'établissant à 51,7 après 48,2 (graphique 4). Cela suggère que le secteur

manufacturier devrait continuer de bien résister grâce aux dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, ainsi qu'à l'accumulation de stocks par les entreprises en vue d'atténuer les risques liés aux chaînes d'approvisionnement [3]. Dans le même temps, l'activité dans le secteur des services devrait continuer de se redresser, à la suite de l'affaiblissement marqué induit par le choc énergétique. Les résultats d'enquêtes prospectifs pour les nouvelles commandes indiquent une amélioration plus prononcée pour le secteur des services que pour l'industrie. En outre, bien que les délais de livraison soient jugés plus longs que la normale, ils se sont raccourcis en juillet et en août par rapport au deuxième trimestre. Les enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs dressent un tableau similaire d'un renforcement de l'ensemble des secteurs au troisième trimestre.

Graphique 4

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



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

L'accalmie se poursuit sur le marché du travail, mais plus lentement que ces derniers mois. Les entreprises ont continué de réduire leurs embauches, les taux de croissance en glissement annuel observés pour l'emploi se ralentissent légèrement, revenant à 0,50 % au deuxième trimestre 2026, après 0,53 % au premier trimestre et une moyenne de 0,7 % en 2025. Dans le même temps, l'ajustement de la main-d'œuvre semble être progressif, sans augmentation significative des licenciements, laissant le taux de chômage à 6,4 % en juillet, sans changement par rapport à juin. Le taux de chômage est resté globalement stable depuis mi-2024 (graphique 5). En outre, la croissance de la population active s'est ralentie au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre, reflétant en partie une baisse de l'immigration, qui a fortement soutenu cette croissance entre 2022 et 2024 (cf. encadré 3). Coïncidant avec la modération de la croissance de l'emploi et le rebond de la croissance du PIB, la croissance annuelle de la productivité a

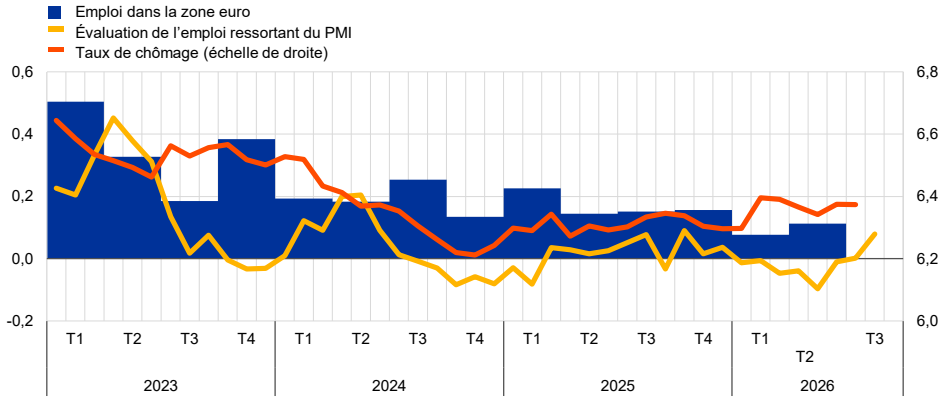
[3] Cf. l'article intitulé « Les dépenses de défense et leurs effets macroéconomiques à court et à long terme » dans le présent *Bulletin économique*.

légèrement augmenté pour s'établir à 0,7 % au deuxième trimestre, après n'avoir enregistré aucune croissance au premier trimestre. Hors effets des données volatiles relatives au PIB de l'Irlande, la productivité a également augmenté de 0,7 %, en rythme annuel au deuxième trimestre, et a affiché une reprise persistante et se renforçant au cours des derniers trimestres.

Graphique 5

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

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



Sources : Eurostat, S&P Global Market Intelligence et calculs de la BCE.
Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50, puis divisé par 10 pour évaluer la croissance de l'emploi en rythme trimestriel. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026 pour l'emploi dans la zone euro, à août 2026 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à juillet 2026 pour le taux de chômage.

Les indicateurs à court terme du marché du travail suggèrent que l'affaiblissement du marché du travail semble avoir atteint un plancher. L'indice composite PMI mensuel relatif à l'emploi a augmenté en août pour le troisième mois consécutif. Les sous-indices relatifs au secteur des services et au secteur manufacturier ont augmenté, faisant état d'une légèrement amélioration du sentiment relatif à l'emploi, bien que toujours modéré, tandis que le sous-indice relatif à la construction a diminué. Dans le même temps, les offres d'emploi en ligne sur Indeed ont continué de diminuer en août, mais à un rythme plus lent qu'au cours des derniers mois, et les informations qualitatives extraites des téléconférences suggèrent que les entreprises parlent moins d'embauches et de licenciements. En outre, les craintes que le conflit au Moyen-Orient marque significativement le marché du travail ne se sont pas matérialisées jusqu'à présent, les participants à l'enquête sur l'accès des entreprises au financement déclarant que le conflit a eu un impact minime sur leurs anticipations relatives à l'emploi (cf. encadré 2).

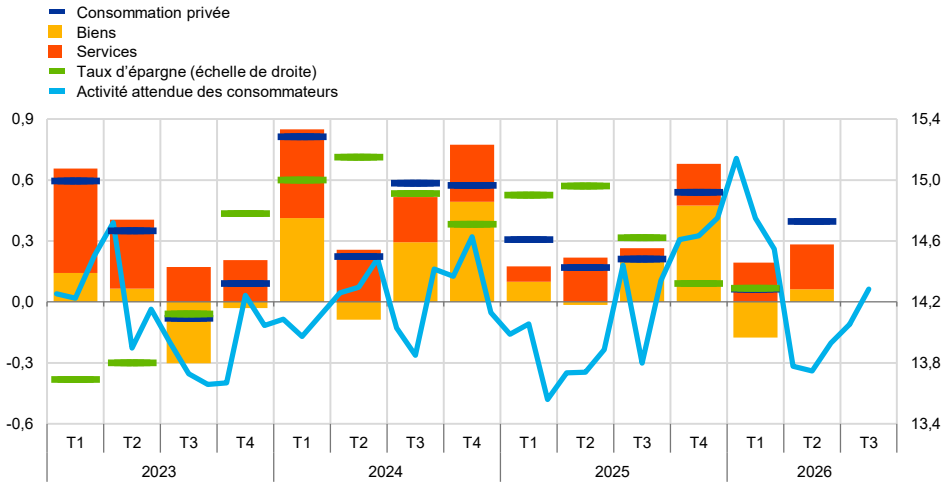
La consommation privée s'est accélérée au deuxième trimestre 2026, mais cette dynamique devrait se modérer à court terme. La consommation privée a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre de l'année, après n'avoir enregistré aucune croissance le trimestre précédent (graphique 6). Les dépenses intérieures ont été soutenues par les services, dans un contexte de flux touristiques favorables, et par les biens, malgré une baisse des dépenses en biens non durables. Le taux d'épargne est resté stable à 14,3 % au premier trimestre.

S’agissant du troisième trimestre, les indicateurs à haute fréquence font état d’une modération de la dynamique des dépenses des ménages, à mesure que l’impact économique du conflit au Moyen-Orient se transmet (cf. encadré 4). Les ventes au détail ont baissé de 0,6 % en rythme mensuel en juillet, s’établissant 0,4 % au-dessous du niveau moyen atteint au deuxième trimestre, principalement en raison d’une baisse des ventes en ligne, ainsi que des équipements électroniques et du carburant. L’indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s’est redressé en juillet et en août en moyenne, principalement en raison des anticipations des ménages relatives aux perspectives économiques globales. Le rebond aide le secteur des services à se remettre du choc initial sur les prix de l’énergie. Sur la base des enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises dans les différents secteurs, l’activité attendue des consommateurs s’est également améliorée en juillet et en août, en particulier dans les secteurs du commerce de détail, de l’hébergement et de la restauration, les services de voyages, et les produits alimentaires, en partie contrebalancée par les produits énergétiques. Ces signaux ont été confirmés par l’enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), qui indique un redressement partiel de la confiance et des dépenses des consommateurs en juillet, en particulier pour les postes discrétionnaires, tels que les services de voyages. À plus long terme, les prix élevés de l’énergie et l’incertitude liée au conflit au Moyen-Orient devraient peser sur la consommation. De plus, des conditions d’offre de crédit restrictives – qui s’atténuent toutefois – pourraient encore peser sur la dynamique des dépenses des ménages selon l’enquête CES et l’enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Toutefois, ces effets négatifs pourraient être amortis par une dynamique des revenus et de la richesse robuste, qui soutient la consommation privée depuis fin 2022, dans un contexte de niveau historiquement bas de l’endettement des ménages et des niveaux de dette.

Graphique 6

Consommation des ménages, activité attendue des consommateurs et épargne des ménages

(Variations trimestrielles en pourcentage, contributions en points de pourcentage ; soldes en pourcentage normalisés ; pourcentages du revenu disponible brut)



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.
Notes : L'« activité attendue des consommateurs » se rapporte à une moyenne pondérée des anticipations des entreprises pour les trois prochains mois s'agissant de la production manufacturière, de l'emploi dans la construction, de l'activité commerciale et de la demande de services, tirées de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises, pondérée en fonction des parts des secteurs dans la consommation privée de la zone euro tirées des tableaux entrées-sorties FIGARO pour 2023. La série est normalisée pour l'ensemble de l'échantillon à partir de janvier 1999. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2026 pour le taux d'épargne, au deuxième trimestre 2026 pour la consommation privée, les biens et les services, et à août 2026 pour l'activité attendue des consommateurs.

L'investissement des entreprises s'est légèrement contracté au deuxième trimestre de l'année, mais devrait s'accélérer au second semestre 2026, soutenu par la poursuite des dépenses consacrées à la numérisation et à l'expansion de la défense. L'investissement hors construction (hors droits de propriété intellectuelle irlandais volatils) s'est contracté de 0,1 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre de l'année, dans un contexte d'incertitude accrue et des coûts élevés de l'énergie (graphique 7, partie a). Les investissements incorporels ont apporté une contribution positive, tandis que les machines et équipements ont pesé sur l'investissement des entreprises. Les actifs corporels et incorporels se renforcent au troisième trimestre 2026, comme le montre la confiance croissante dans les secteurs des biens d'équipement et des services numériques. L'investissement attendu au second semestre 2026 et au-delà reste soutenu par la technologie de l'IA et la numérisation. L'investissement corporel est stimulé par la demande de matériel lié à l'IA, de robotisation et de produits liés à la défense, en particulier dans les pays producteurs de semi-conducteurs. Dans le secteur des biens d'équipement, la demande est désormais moins un facteur limitant que l'espace et les équipements, selon une enquête de la Commission européenne. Les investissements incorporels continuent d'être favorisés par la numérisation. L'expansion du *cloud* et l'adoption de l'IA conduisent à la construction croissante de centres de données dans les pays d'Europe du Sud grâce à leurs énergies renouvelables, à leurs terrains et à leurs accès aux fonds du programme *Next Generation EU*. Dans le même temps, les pénuries de travailleurs qualifiés et les préoccupations relatives à la disponibilité de l'énergie, à la complexité des autorisations et à la mise en œuvre de la nouvelle réglementation de l'UE posent

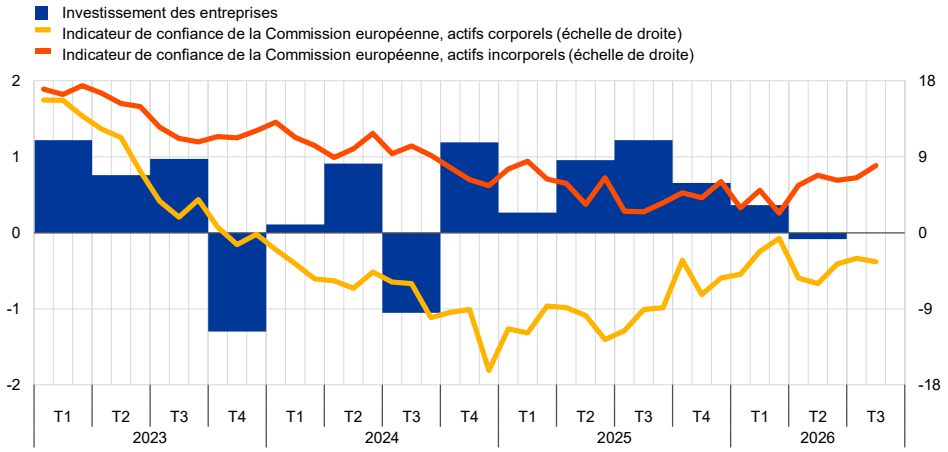
des défis à la numérisation. Pour l'avenir, la croissance de l'investissement devrait être soutenue par une hausse de la demande, une augmentation de l'excédent brut d'exploitation et une amélioration de la confiance, tandis que les taux d'intérêt plus élevés et l'incertitude relative au Moyen-Orient restent un frein (cf. encadré 2).

Graphique 7

Dynamique de l'investissement réel et données d'enquêtes

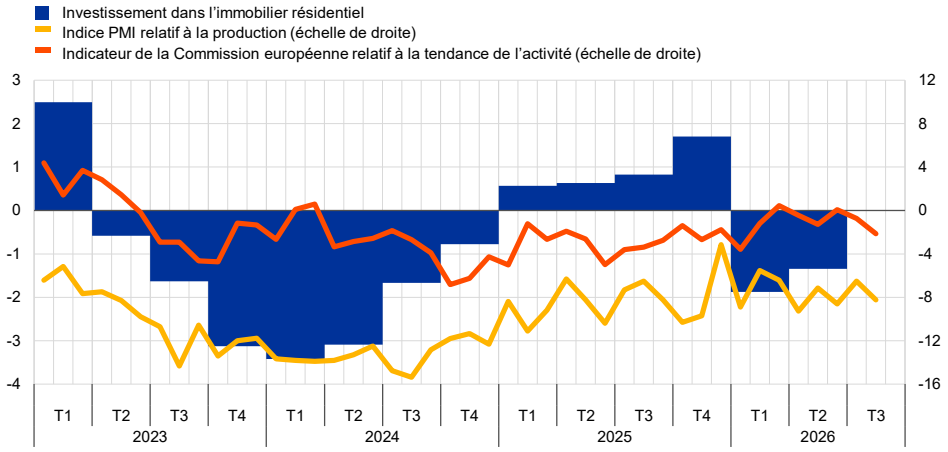
a) Investissement des entreprises

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



b) Investissement dans l'immobilier résidentiel

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, S&P Global Market Intelligence et calculs de la BCE.
Notes : Les courbes indiquent les évolutions mensuelles, tandis que les barres se rapportent aux données trimestrielles. Les indices PMI sont exprimés en termes d'écart par rapport à 50. Dans la partie a), l'investissement des entreprises est mesuré par l'investissement hors construction en excluant les actifs incorporels irlandais. Pour les indicateurs de confiance, les « actifs corporels » se rapportent au secteur des biens d'équipement (les producteurs de machines et d'équipements corporels) et les « actifs incorporels » correspondent à la moyenne pondérée des sous-secteurs fournissant des investissements liés aux droits de propriété intellectuelle, c'est-à-dire les activités d'édition (NACE J58) ; la programmation, le conseil et les autres activités informatiques (NACE J62) ; et les services d'information (NACE J63). Dans la partie b), la courbe correspondant à l'indicateur de la Commission européenne relatif à la tendance de l'activité se rapporte à l'évaluation moyenne pondérée de la tendance de l'activité pour les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe correspondant au PMI relatif à la production se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026 pour l'investissement et à août 2026 pour l'indice PMI relatif à la production et les indicateurs de la Commission européenne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a continué de baisser au deuxième trimestre 2026, mais devrait revenir à un rythme de croissance positif à court terme. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué

de 1,3 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre, après un recul de 1,9 % le trimestre précédent (graphique 7, partie b). La baisse a été relativement généralisée dans les principaux pays de la zone euro, mais particulièrement prononcée en Italie, où une partie de la faiblesse peut refléter des effets de calendrier liés à la suppression progressive des incitations financières à la rénovation. Dans le même temps, la production dans les activités de construction de bâtiments et de construction spécialisée a été, en moyenne, supérieure de 0,8 % au second trimestre par rapport au trimestre précédent. Les indicateurs d'activité tirés d'enquêtes fournissent des signaux contrastés pour le troisième trimestre, l'indice PMI relatif à la production de logements s'établissant, en moyenne, au-dessus de son niveau du deuxième trimestre en juillet et en août, tandis que l'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée est revenu au-dessous de son niveau du deuxième trimestre et que les contraintes liées aux conditions météorologiques ont atteint des niveaux record. Dans le même temps, les permis de construire pour des logements ont continué d'augmenter, le taux de croissance en glissement sur trois mois s'établissant à 1,2 % en mai. Selon l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, les intentions des ménages d'entreprendre des travaux de rénovation ont connu un rebond au troisième trimestre, tandis que les intentions d'acheter ou de construire un logement sont restées globalement stables. Toutefois, l'enquête de la BCE de juillet sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique un certain affaiblissement de la demande de crédit, les banques faisant état d'une baisse de la demande de prêts au logement au deuxième trimestre et prévoyant une nouvelle baisse au troisième trimestre. Dans l'ensemble, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait renouer avec une croissance positive à court terme, même si la reprise devrait rester progressive.

Le récent rebond des exportations de biens de la zone euro n'indique pas encore de renforcement généralisé de la dynamique des exportations. Les volumes d'exportations de biens hors zone euro ont augmenté de 2,1 % au cours des trois mois s'achevant en juin, après un premier trimestre atone. Les données des comptes nationaux pour le deuxième trimestre font également état d'une hausse des exportations totales de 3,4 % en rythme trimestriel. Toutefois, ce résultat doit être interprété avec prudence, car il a été affecté par la volatilité des exportations irlandaises liées à l'activité des entreprises multinationales, qui ont des liens limités avec la dynamique sous-jacente des échanges commerciaux de la zone euro. Les exportations vers les États-Unis ont également légèrement augmenté en juin, mais cette hausse s'est concentrée sur les biens non directement affectés par les droits de douane, notamment certains produits liés à l'IA tels que les équipements de centres de données, de mémoire, de stockage et de réseau, tandis que les exportations tarifaires ont continué de fléchir. Cela suggère que les barrières commerciales plus élevées imposées par les États-Unis l'année dernière pourraient encore peser sur les catégories affectées. Les indicateurs tirés d'enquêtes sont restés modérés, le PMI relatif aux nouvelles commandes à l'exportation ne rebondissant en territoire positif qu'après quatre ans et demi, même si les commandes à l'exportation liées à la technologie ont continué de montrer une vigueur relative, soutenues par le développement de l'IA au niveau mondial. Le

conflit au Moyen-Orient semble avoir provoqué moins de perturbations qu'anticipé précédemment, les contraintes d'offre restant limitées et s'atténuant, mais la hausse des coûts et l'incertitude continuent de peser sur les perspectives. Dans l'ensemble, les exportations de la zone euro devraient croître plus lentement que la demande extérieure à court terme, ce qui implique une nouvelle baisse des parts de marché à l'exportation. Cela reflète en partie la vigueur récente de la demande mondiale de biens liés à l'IA, en particulier les composants de base des centres de données tels que le matériel informatique, de stockage et de mise en réseau, où la zone euro est moins spécialisée que certains concurrents. Sur le reste de l'horizon de projection, les parts de marché devraient rester soumises à des pressions liées à des défis plus larges en matière de compétitivité. S'agissant des importations, les données des comptes nationaux font état d'une hausse des importations de 1,5 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, ce qui implique une contribution positive des exportations nettes à la croissance du PIB de la zone euro de 0,9 point de pourcentage.

Les projections de base tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,9 % en 2026, 1,4 % en 2027 et 1,5 % en 2028. Par rapport aux projections de juin 2026, la croissance du PIB a été légèrement révisée à la hausse pour 2026, reflétant des données inattendues et des indicateurs tirés d'enquêtes positifs, ce qui implique un acquis de croissance en 2027. Les perspectives de croissance à court terme se sont améliorées par rapport aux projections précédentes, en particulier grâce à la robustesse de la consommation privée et des dépenses publiques. À moyen terme, la baisse progressive des prix de l'énergie et la vigueur du marché du travail devraient soutenir les revenus des ménages, et, partant, la consommation. La croissance sera de plus en plus soutenue par les investissements des entreprises et l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Les exportations devraient bénéficier de l'accroissement de la demande extérieure, mais elles sont actuellement freinées par les problèmes de compétitivité et les incertitudes autour des politiques commerciales mondiales. Les perspectives économiques de la zone euro demeurent très incertaines en raison du conflit en cours au Moyen-Orient et de la volatilité persistante des prix de l'énergie. Afin de prendre en compte cette incertitude, le scénario de base est complété par des versions mises à jour des trois scénarios alternatifs figurant dans les projections de juin 2026 : un scénario plus modéré, un scénario défavorable et un scénario sévère (cf. « projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2026 »).

3 Prix et coûts

L'inflation totale annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 3,3 % en août 2026, après 2,9 % en juillet. Cette accélération s'explique par une forte augmentation des prix de l'énergie résultant du conflit au Moyen-Orient, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires est restée inchangée [4]*. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) a légèrement diminué, revenant à 2,4 % en août, après 2,5 % en juillet, en raison d'un ralentissement de l'inflation dans les services qui a plus que compensé l'accélération de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques. Les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente sont demeurés globalement stables ces derniers mois. Jusqu'à présent, le choc énergétique n'a pas eu d'incidence significative sur les salaires. La croissance annuelle de la rémunération par tête a diminué pour s'établir à 3,3 % au deuxième trimestre 2026, après 3,5 % au premier trimestre 2026.*

D'après les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 3,0 % en 2026, avant de revenir à 2,5 % en 2027 et 2,1 % en 2028 [5]*. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation totale reste inchangée en 2026, mais a été révisée à la hausse pour 2027 et 2028. Les perspectives demeurent très incertaines, avec des risques orientés à la hausse pour l'inflation. Afin d'illustrer cette incertitude, les projections de base sont complétées par des versions actualisées des trois scénarios alternatifs figurant dans les projections de juin 2026. Ces scénarios reposent sur des hypothèses différentes concernant l'étendue et la persistance du conflit au Moyen-Orient et du choc sur les prix de l'énergie, les effets du choc sur l'environnement international et l'incertitude, ainsi que l'ampleur des effets indirects et de second tour sur l'inflation.*

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 3,3 % en août 2026, après 2,9 % en juillet (graphique 8). Cette accélération s'explique par une forte augmentation des prix de l'énergie, parallèlement à une stabilité de la hausse des prix des produits alimentaires et à un léger ralentissement de l'inflation mesurée par l'IPCHX. Le taux de variation annuel des prix de l'énergie a fortement augmenté, passant de 10,3 % en juillet à 14,3 % en août, en raison d'une augmentation de 2,9 % des prix de l'énergie en rythme mensuel et d'un effet de base positif significatif [6]. La hausse des prix des produits alimentaires s'est établie à 1,2 % en août, sans changement par rapport à juillet. S'agissant de la composante produits alimentaires, la hausse des prix des produits alimentaires transformés s'est ralentie en août, à 0,6 %,

---

[4] La date d'arrêté des données figurant dans le présent Bulletin économique est le 9 septembre 2026. Selon la publication de l'ensemble des données relatives à l'IPCH par Eurostat le 17 septembre 2026, l'inflation annuelle dans la zone euro s'est inscrite à 3,2 % en août 2026.

[5] Cf. les « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2026 », publiées sur le site internet de la BCE le 10 septembre 2026.

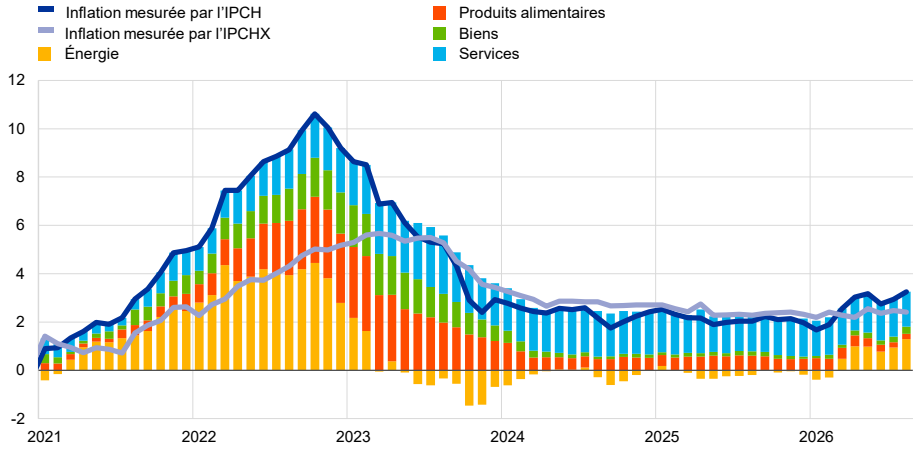
[6] Pour une analyse des prix de l'électricité et du gaz payés par les consommateurs, cf. l'encadré intitulé « Le parcours inégal des prix de gros du gaz et de l'électricité jusqu'aux factures des consommateurs » du présent *Bulletin économique*.

après 0,7 % en juillet, tandis qu'elle s'est accélérée pour les produits alimentaires non transformés, à 2,7 %, après 2,4 %, sur la même période. Les variations mensuelles des prix des produits alimentaires non transformés ont été plus marquées que d'habitude pour août, reflétant peut-être des tensions à la hausse résultant des conditions météorologiques chaudes et sèches observées en Europe au cours de l'été. L'inflation mesurée par l'IPCHX s'est légèrement ralentie, revenant à 2,4 % en août, après 2,5 % en juillet. Ce ralentissement s'explique par la baisse de l'inflation dans les services, de 3,3 % à 3,0 %, qui a plus que compensé hausse des prix des biens industriels non énergétiques, de 0,9 % à 1,2 %.

Graphique 8

Inflation totale et ses composantes principales

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

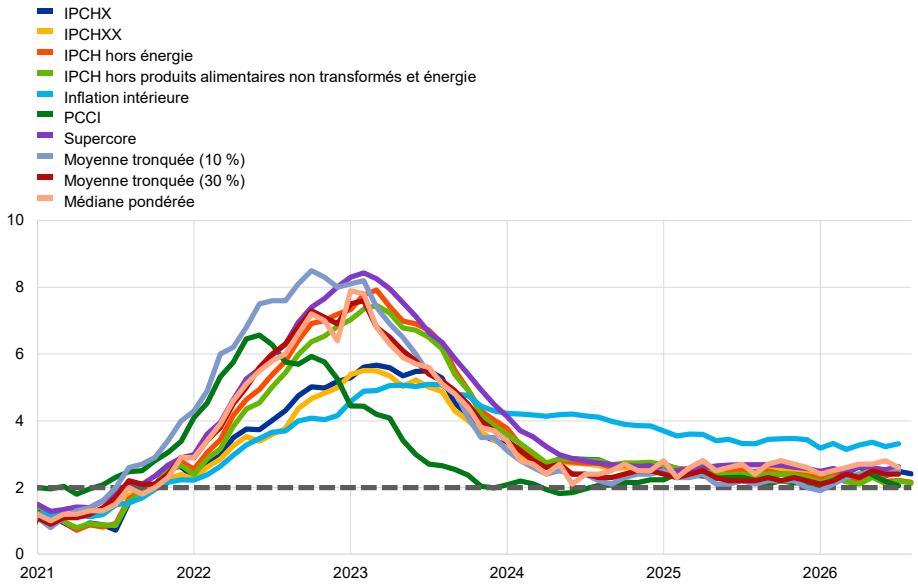


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : « Biens » désigne les biens industriels non énergétiques ; HICPX correspond à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à août 2026 (estimation rapide).

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont restés globalement stables ces derniers mois (graphique 9), s'établissant entre 2,1 % et 2,6 % en juillet 2026. Après une hausse modérée en juillet, les mesures disponibles de l'inflation calculées par exclusion de certaines composantes et disponibles pour août ont légèrement reculé. S'agissant des indicateurs fondés sur des modèles, la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) a diminué pour revenir à 2,1 % en juillet, après 2,2 % en juin, tandis que la PCCI hors énergie est demeurée inchangée à 2,1 %. L'indicateur Supercore, qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, a légèrement augmenté pour s'établir à 2,6 % en juillet, après 2,5 % en juin. Sur la même période, l'inflation intérieure, qui recouvre les rubriques à faible contenu en importations, principalement les rubriques des services, a également légèrement augmenté, passant de 3,2 % à 3,3 %.

Graphique 9
Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



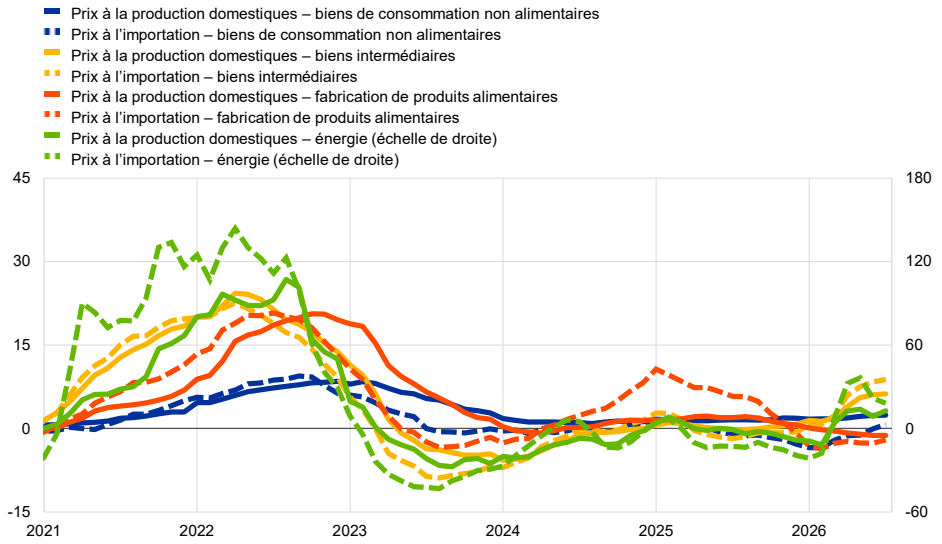
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. L'HICPX correspond à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, et l'HICPXX à l'IPCHX hors composantes liées au voyage, à l'habillement et à la chaussure. Les dernières observations se rapportent à août 2026 (estimation rapide) pour l'IPCHX, l'IPCHXX et l'IPCH hors énergie, et à juillet 2026 pour les autres indicateurs.

Les indicateurs relatifs aux tensions en amont ont augmenté à la plupart des stades de la chaîne des prix en juillet 2026 (graphique 10). En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production de l'énergie s'est accentuée, à 12,9 % en juillet 2026, après 8,8 % en juin, tandis que sur la même période, la hausse des prix à l'importation de l'énergie s'est ralentie pour revenir à 18,2 %, après 21,8 %. Néanmoins, ces deux indicateurs sont restés élevés, indiquant une persistance de fortes tensions sur les prix liées à l'énergie. S'agissant des biens intermédiaires, les tensions sont également restées élevées en raison des fortes poussées de la hausse des prix à la production domestiques et des prix à l'importation, qui qui sont ressortis à 6,3 % et 8,8 % en juillet. Au cours du même mois, en aval de la chaîne des prix, les indicateurs relatifs aux tensions en amont pour les biens de consommation non alimentaires ont signalé un renforcement des tensions inflationnistes avec des hausses des prix à l'importation et des prix à la production domestiques, atteignant 0,7 % et 2,4 % respectivement. À la suite des tensions élevées en 2025, la dynamique des prix en amont des produits alimentaires est demeurée faible et est restée fermement en territoire négatif. Concernant les produits alimentaires manufacturés, le taux de croissance annuel des prix à la production est resté inchangé, à – 1,2 % en juillet, interrompant sa tendance baissière progressive qui avait débuté en septembre 2025, tandis que celui des prix à l'importation a légèrement augmenté, passant de – 2,6 % en juin à – 2,0 % en juillet. En raison du conflit en cours au Moyen-Orient, les évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que les tensions en amont plus généralement, font l'objet d'un suivi attentif.

Graphique 10

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



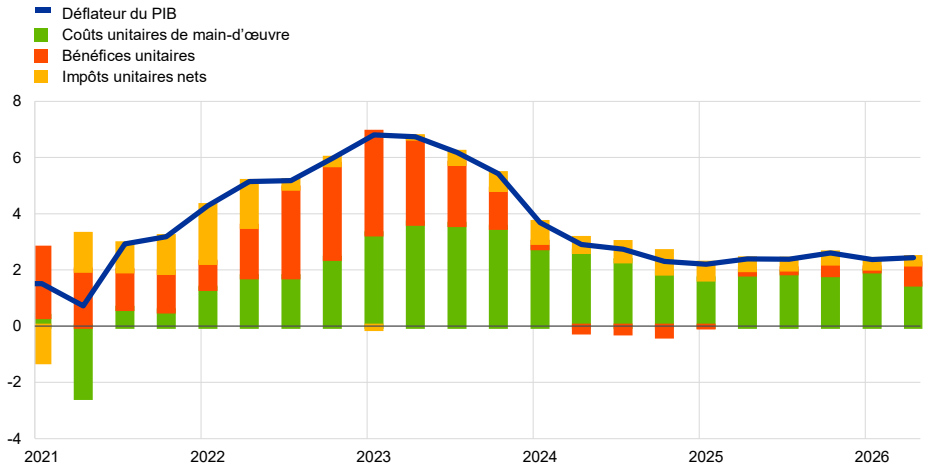
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2026.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, sont restées stables, à 2,4 % au deuxième trimestre 2026 (graphique 11). Cela reflète une baisse des contributions des coûts unitaires de main-d'œuvre (de 2,0 % à 1,5 %) et des impôts unitaires (de 0,3 % à 0,2 %), contrebalancée par une augmentation des contributions des bénéfices unitaires (de 0,1 % à 0,7 %). La baisse du taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre (de 3,5 % à 2,6 %) résulte d'une accélération de la croissance de la productivité du travail (de 0,0 % à 0,7 %) renforcée par une diminution du taux de croissance annuel de la rémunération par tête (de 3,5 % à 3,3 %). La baisse de ce dernier reflète un recul du taux de croissance des salaires négociés, qui s'est ralenti à 2,4 % au deuxième trimestre 2026, après 2,6 % au premier trimestre, ainsi qu'une légère diminution de la contribution de la composante glissement des salaires à 0,9 point de pourcentage, contre 1,0 point de pourcentage, sur la même période. 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 fin août 2026, suggère que les tensions sur les salaires négociés se stabiliseront à 2,6 % en 2026 avant de s'accentuer légèrement pour atteindre 2,7 % au premier semestre 2027 [7]. Les projections de septembre 2026 prévoient un ralentissement du taux de croissance annuel de la rémunération par tête, de 3,8 % en 2025 à 3,3 % en 2026. Il devrait rester à 3,3 % en 2027 et 2028, au-dessus de sa moyenne de long terme, soutenu par l'amélioration des perspectives économiques et la résilience du marché du travail. Le ralentissement attendu de l'inflation devrait maintenir contenues les tensions sur les salaires.

[7] Pour plus de détails, cf. Banque Centrale Européenne (BCE) (2026), « Publication de nouvelles données : l'outil de suivi des salaires de la BCE signale des tensions stables sur les salaires négociés en 2026 », *communiqué de presse*, 17 juin.

Graphique 11
Décomposition du déflateur du PIB

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



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

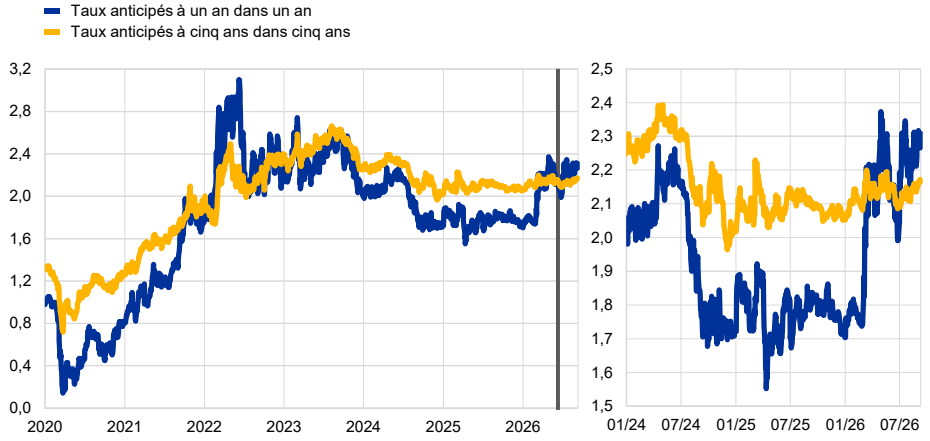
Au cours de la période sous revue allant du 11 juin au 9 septembre 2026, les mesures à court terme de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont légèrement augmenté dans un contexte de volatilité accrue, tandis que les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées fermement ancrées autour de 2 % (graphique 12, partie a). Les perspectives d'inflation à court terme des investisseurs ont étroitement suivi les fluctuations des prix du pétrole et sont demeurées très sensibles aux incertitudes entourant l'évolution du conflit au Moyen-Orient. À la suite de la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran le 17 juin 2026, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont diminué. Toutefois, début juillet, elles avaient dépassé les niveaux observés avant le 17 juin en raison de la nouvelle intensification du conflit et de la hausse des prix du pétrole. À la fin de la période sous revue, le taux des swaps indexés sur l'inflation à un an dans un an avait augmenté de 15 points de base environ, pour s'établir à 2,3 %. Pour les échéances à moyen et long terme, les mesures de compensation de l'inflation sont restées relativement stables, le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans étant resté globalement inchangé au cours de la période sous revue, à 2,2 % environ. Une fois corrigées des primes de risque sur l'inflation, les mesures des anticipations d'inflation à moyen et long terme extraites des instruments de marché sont restées fermement ancrées, à 2 % environ. Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre 2026 et l'enquête réalisée en septembre 2026 par la BCE auprès des analystes monétaires, la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées à 2 %.

Graphique 12

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

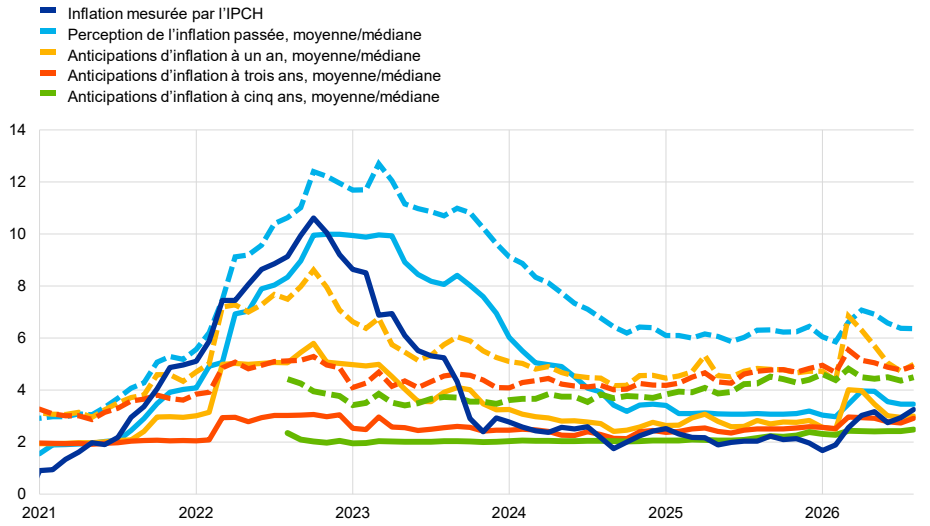
a) Mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : LSEG, Eurostat, enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs et calculs de la BCE.
Notes : La partie a) présente les taux à terme des swaps indexés sur l'inflation à deux différents horizons pour la zone euro. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue, le 11 juin 2026. Dans la partie b), les lignes en pointillés montrent le taux moyen et les lignes continues, le taux médian. Pour la partie a), les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2026. Pour la partie b), les dernières observations se rapportent à août 2026 pour l'inflation mesurée par l'IPCH (estimation rapide) et à août 2026 pour l'enquête sur les anticipations des consommateurs.

Les anticipations d'inflation à court et moyen termes des consommateurs ont légèrement augmenté en août 2026, tandis que leur perception de l'inflation passée est restée inchangée (graphique 12, partie b). Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs pour août 2026, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 derniers mois est resté stable à 3,5 % [8]. Les anticipations

[8] Les travaux de terrain pour l'enquête de la BCE d'août 2026 sur les anticipations des consommateurs se sont achevés le 24 août 2026.

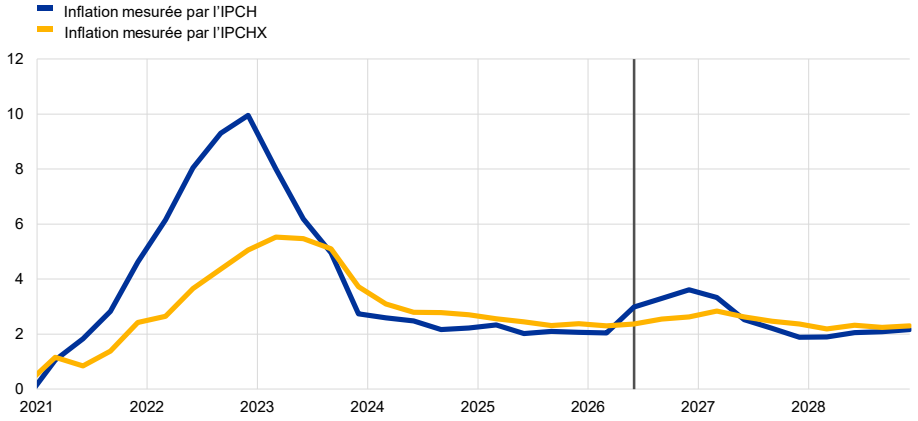
médianes d'inflation au cours des 12 prochains mois ont légèrement augmenté, de 2,9 % en juillet à 3,0 %, tandis que les anticipations à trois ans sont passées de 2,7 % à 2,9 % sur la même période. Dans le même temps, les anticipations médianes d'inflation à cinq ans ont augmenté de 0,1 point de pourcentage, pour s'établir à 2,5 %. Abstraction faite de la volatilité mensuelle, les anticipations d'inflation des consommateurs demeurent supérieures aux niveaux observés avant le conflit au Moyen-Orient. Toutefois, elles sont restées globalement stables ces derniers mois, continuant d'indiquer un retour de l'inflation à sa cible à moyen terme.

Les projections macroéconomiques de septembre 2026 prévoient que l'inflation totale devrait augmenter, passant de 2,1 % en 2025 à 3,0 % en 2026 avant de diminuer à 2,5 % en 2027, puis de revenir à 2,1 % en 2028 (graphique 13). Au quatrième trimestre 2026, l'inflation totale devrait s'accélérer pour s'établir à 3,6 %. La hausse des prix de l'énergie devrait atteindre un pic fin 2026, sous l'effet de la hausse des prix des matières premières énergétiques et de l'augmentation plus marquée des prix des carburants raffinés destinés aux transports par rapport à ceux du pétrole brut. Elle devrait ensuite se ralentir fortement en 2027 en raison de la baisse des prix des matières premières énergétiques et d'effets de base négatifs, avant de repartir à la hausse en 2028, du fait de l'introduction du système d'échange de quotas d'émission 2 de l'UE (SEQE-2). La hausse des prix des produits alimentaires devrait s'accentuer à court terme, sous l'effet de la répercussion progressive des effets indirects des hausses passées des prix de l'énergie et des conditions météorologiques défavorables. Elle devrait ensuite revenir aux alentours de 2 % plus tard sur l'horizon de projection. L'inflation mesurée par l'IPCHX devrait augmenter progressivement à court terme et s'établir en moyenne à 2,5 % en 2026 et 2,6 % en 2027, reflétant l'accumulation progressive des effets indirects de la hausse des prix de l'énergie tant au niveau national qu'au niveau mondial, à mesure que les prix à l'importation et les coûts des intrants manufacturiers augmentent. Elle devrait ensuite revenir à 2,3 % en 2028. Par rapport aux projections de juin 2026, la hausse de l'IPCH total a été relevée de 0,2 point de pourcentage pour 2027, et de 0,1 point de pourcentage pour 2028. L'inflation mesurée par l'IPCHX a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2027 et 2028.

Graphique 13

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2026.
Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026 pour les données historiques et au quatrième trimestre 2028 pour les projections. Les projections macroéconomiques de septembre 2026 ont été finalisées le 28 août 2026 et la date d'arrêté des hypothèses techniques est le 19 août 2026. Les données historiques et projetées relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

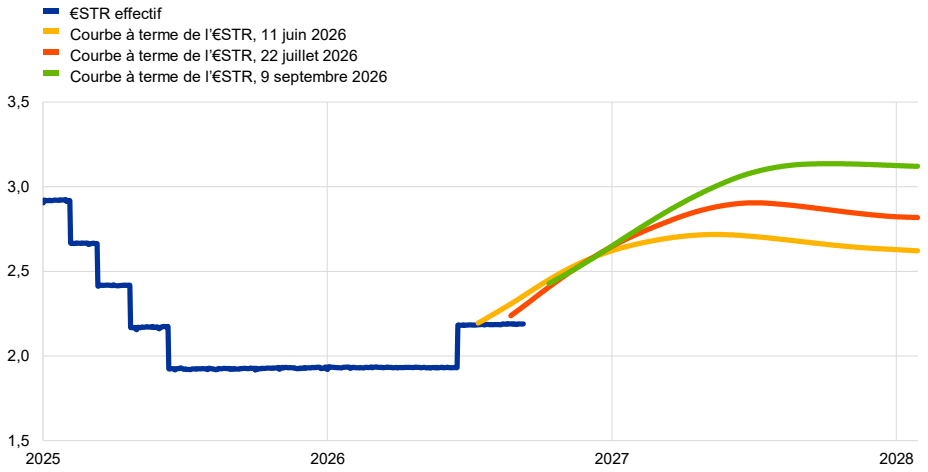
4 Évolutions sur les marchés financiers

*Au cours de la période sous revue allant du 11 juin au 9 septembre 2026, les taux de marché à court terme dans la zone euro ont été principalement déterminés par les évolutions du conflit au Moyen-Orient et leurs effets sur les prix de l'énergie, entraînant une révision par les intervenants de marché de leurs perspectives d'inflation à court terme. Dans un environnement marqué par une certaine volatilité, les taux sans risque à court terme sont restés globalement inchangés à la fin de la période sous revue. Parallèlement, les taux sans risque à long terme ont atteint des points hauts historiques, reflétant une hausse simultanée des rendements obligataires au niveau mondial. Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont globalement évolué en ligne avec les taux sans risque. Les valorisations d'actions se sont renforcées au cours de la période sous revue, les indices des marchés d'actions dans la zone euro et aux États-Unis ayant enregistré des hausses similaires, sur fond de résultats d'entreprises solides. Des deux côtés de l'Atlantique, les bénéfices sont concentrés dans le secteur financier, stimulés par une courbe des rendements plus pentue, tandis que les actions technologiques restent volatiles. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont resserrés à la fois au sein du compartiment bien noté (*investment-grade*) et du compartiment à rendement élevé (*high-yield*). Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain (+ 1,0 %) ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (+ 0,4 %).*

Les taux sans risque à court terme de la zone euro ont globalement peu évolué jusqu'à la fin de la période sous revue, malgré une certaine volatilité intra-période liée aux évolutions du conflit au Moyen-Orient, tandis que les taux sans risque à long terme ont augmenté au niveau mondial (graphique 14). Le taux de référence à court terme en euros (€STR) s'est établi à 2,19 % à la fin de la période sous revue, reflétant les décisions prises par le Conseil des gouverneurs de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base lors de sa réunion du 11 juin 2026, et de les laisser inchangés lors de sa réunion suivante, le 23 juillet. L'excédent de liquidité a diminué d'environ 101 milliards d'euros, revenant à 2 117 milliards, ce qui reflète principalement la baisse continue des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire. Les taux à court terme ont affiché une volatilité intra-période prononcée, les intervenants de marché réévaluant les perspectives d'inflation face aux évolutions du conflit au Moyen-Orient et aux fluctuations associées des prix de l'énergie. Toutefois, à la fin de la période sous revue, les taux à court terme sont restés globalement inchangés : la courbe à terme de l'€STR au 9 septembre 2026 intégrant des relèvements cumulés des taux directeurs d'environ 40 points de base d'ici la fin d'année, ce qui est semblable au niveau intégré au début de la période sous revue. Les taux à terme de l'€STR au-delà de 2026 se sont inscrits en hausse par rapport à leur niveau de juin.

Graphique 14
Taux à terme de l'€STR

(en pourcentages annuels)



Sources : Bloomberg Finance L.P. et calculs de la BCE.
Note : La courbe à terme est estimée à l'aide des taux des *swaps* au jour le jour (*overnight index swap*, OIS) (€STR) au comptant.

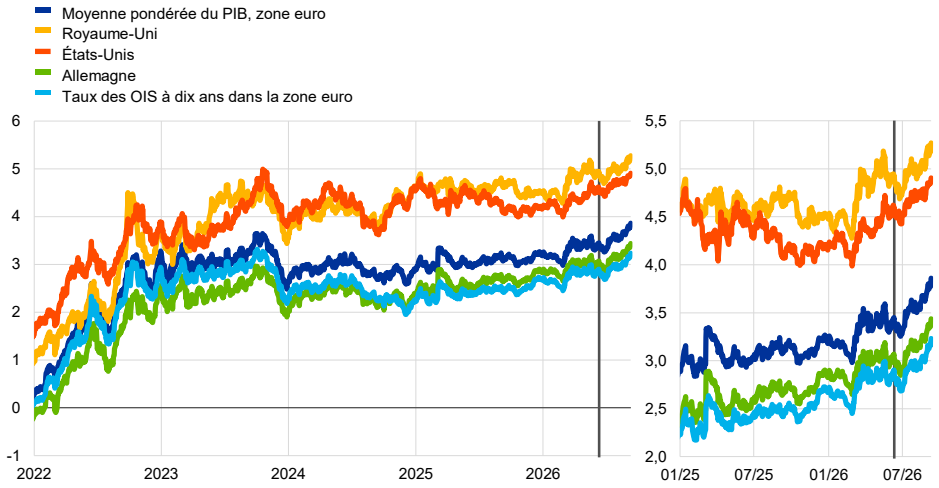
Au cours de la période sous revue, les taux sans risque à long terme ont atteint des points hauts non observés depuis plusieurs décennies, reflétant une hausse synchronisée des rendements obligataires au niveau mondial (graphique 15). Le taux des OIS à dix ans dans la zone euro a augmenté de 37 points de base pour s'établir à 3,2 %. Le rendement des titres du Trésor américain à dix ans a augmenté de 38 points de base environ, ressortant à 4,9 %, tandis que le rendement des obligations souveraines à dix ans au Royaume-Uni a augmenté de 37 points de base environ pour s'établir à 5,3 %, malgré d'importantes fluctuations intra-période. Les rendements à des échéances supérieures à dix ans ont atteint des points hauts non observés depuis plusieurs décennies. Cette réévaluation mondiale s'est produite dans un contexte de forte hausse de l'endettement des entreprises pour financer les investissements liés à l'intelligence artificielle (IA), en particulier aux États-Unis. En outre, les importantes émissions actuelles et attendues d'obligations souveraines dans le monde exercent des pressions à la hausse sur les rendements. L'augmentation des rendements à long terme au cours de la période sous revue a prolongé une tendance haussière qui a globalement évolué de concert dans les différentes juridictions depuis fin 2024, principalement en raison de la hausse des primes de terme réelles [9].

[9] Les rendements à long terme de la zone euro ont atteint un point bas local fin 2024, à la suite du cycle de relèvement de 2022-2023.

Graphique 15

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

(en pourcentages annuels)



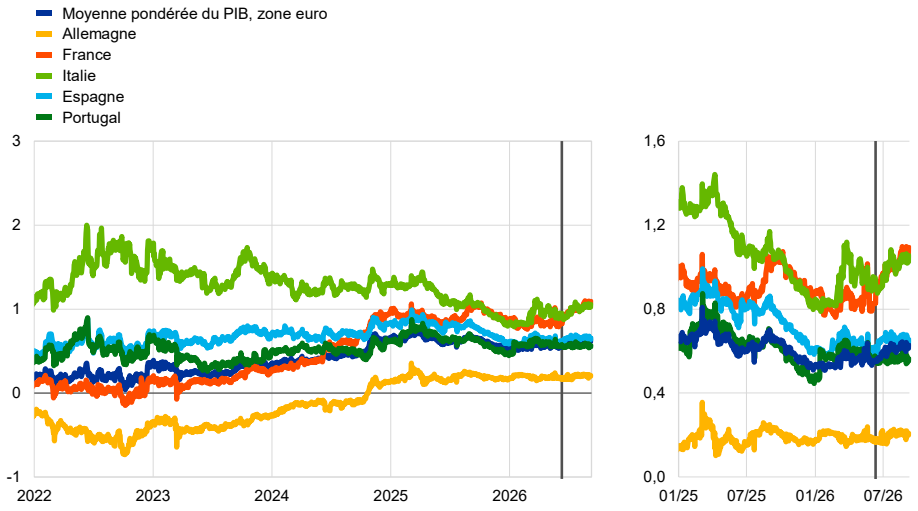
Sources : LSEG et calculs de la BCE.
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 juin 2026). Les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2026.

Les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue, les écarts de rendement par rapport aux taux sans risque restant globalement inchangés en dépit d'une certaine hétérogénéité entre les pays (graphique 16). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a augmenté de 45 points de base au cours de la période sous revue, pour s'établir à 3,9 %. Dans l'ensemble de la zone euro, les rendements souverains à dix ans ont globalement suivi les taux sans risque, bien que les pays affichant des niveaux d'endettement élevés ont observé un léger creusement des écarts.

Graphique 16

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

(en points de pourcentage)



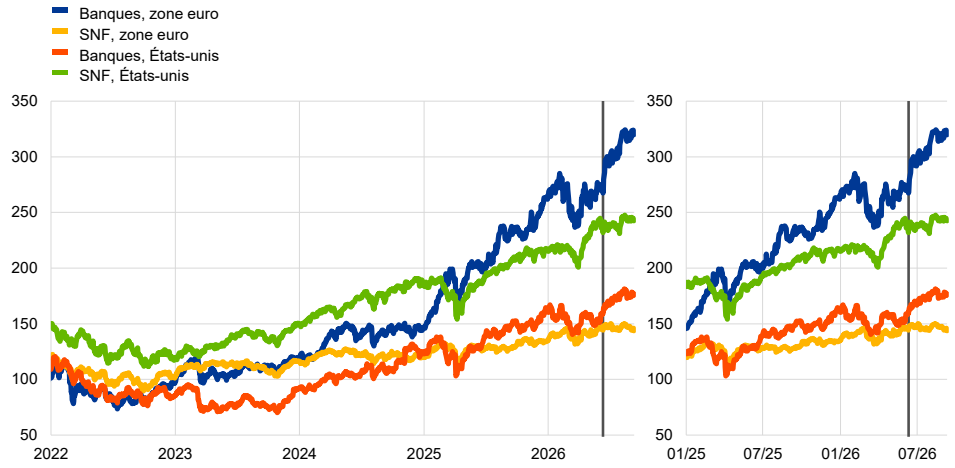
Sources : LSEG et calculs de la BCE.
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 juin 2026). Les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2026.

Les actions de la zone euro se sont appréciées en raison d'une période de bénéfices positive au cours de la période sous revue, qui a été marquée par une certaine volatilité liée aux évolutions du conflit au Moyen-Orient et aux préoccupations quant au développement des infrastructures d'IA (graphique 17). L'indice boursier de référence de la zone euro a augmenté de 2,7 % au cours de la période sous revue, principalement en raison de valorisations plus élevées dans le secteur financier. Tandis que le sous-indice relatif aux sociétés non financières (SNF) a perdu 1,49 %, les prix des actions bancaires ont augmenté de 19,2 %, soutenus par une pentification de la courbe des rendements et une période de bénéfices robuste. Les résultats des actions aux États-Unis sont comparables : l'indice boursier large a augmenté de 2,8 %, les SNF et les banques affichant des hausses de 2,4 % et 9,1 %, respectivement. Les actions technologiques ont été particulièrement volatiles dans les deux juridictions, malgré des bénéfices élevés, en raison de leur sensibilité à la hausse des taux d'intérêt à long terme et des préoccupations récurrentes relatives aux valorisations élevées. Cette volatilité reflète également l'incertitude quant à savoir si les investissements massifs dans l'IA généreront une croissance des bénéfices suffisante pour répondre aux anticipations élevées intégrées aux valorisations actuelles.

Graphique 17

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 2 janvier 2020 = 100)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 juin 2026). Les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2026.

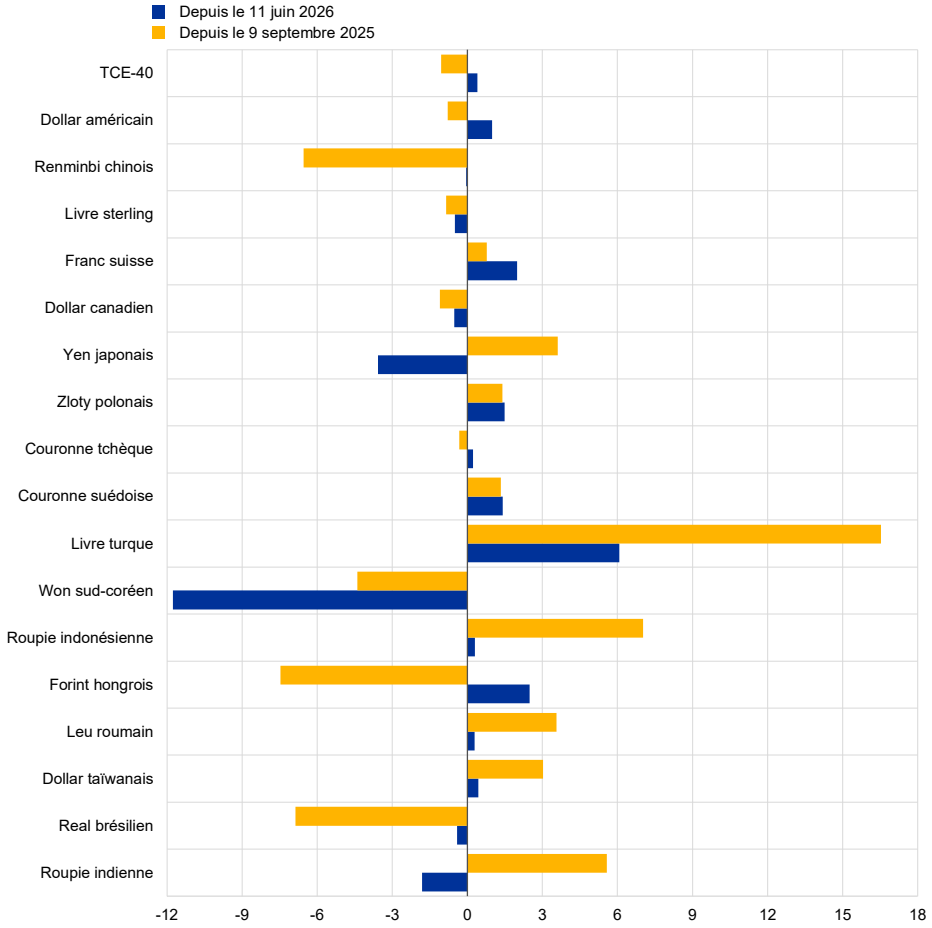
Les écarts de rendement des obligations d'entreprises dans la zone euro se sont resserrés à la fois au sein du compartiment bien noté (*investment-grade*) et du compartiment à rendement élevé (*high-yield*) au cours de la période sous revue. Le resserrement a été plus prononcé sur le compartiment à haut rendement, au sein duquel les écarts de rendement ont diminué d'environ 9 points de base. Les écarts de rendement des obligations bien notées ont diminué d'environ 3 points de base pour les SNF et les entreprises financières.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 18). Le renforcement vis-à-vis du dollar américain (+ 1,0 %) s'explique principalement par les évolutions des anticipations des opérateurs de marché concernant l'orientation de politique monétaire du Système fédéral de réserve. Dans le même temps, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 40 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a légèrement augmenté, de 0,4 %, dans un contexte d'évolutions contrastées des taux de change bilatéraux. L'euro s'est apprécié vis-à-vis du franc suisse (+ 2,0 %), du zloty polonais (+ 1,5 %) et du forint hongrois (+ 2,5 %), tandis qu'il a perdu du terrain face à la livre sterling (– 0,5 %), au won sud-coréen (– 11,8 %) et au yen japonais (– 3,6 %). Le taux de change JPY/EUR s'est montré relativement très volatil au cours de la période sous revue. Fin juillet, les États-Unis et le Japon ont mené une intervention coordonnée sur les marchés des changes, entraînant dans un premier temps une appréciation du yen Toutefois, la plupart de ces gains se sont inversés fin août. Depuis début septembre, le yen s'est fortement apprécié vis-à-vis de l'euro, reflétant principalement les évolutions des anticipations des marchés relatives à l'orientation de la politique monétaire de la Banque du Japon.

Graphique 18

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

(variations en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.
Notes : Le « TCE-40 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies de 40 des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 9 septembre 2026.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

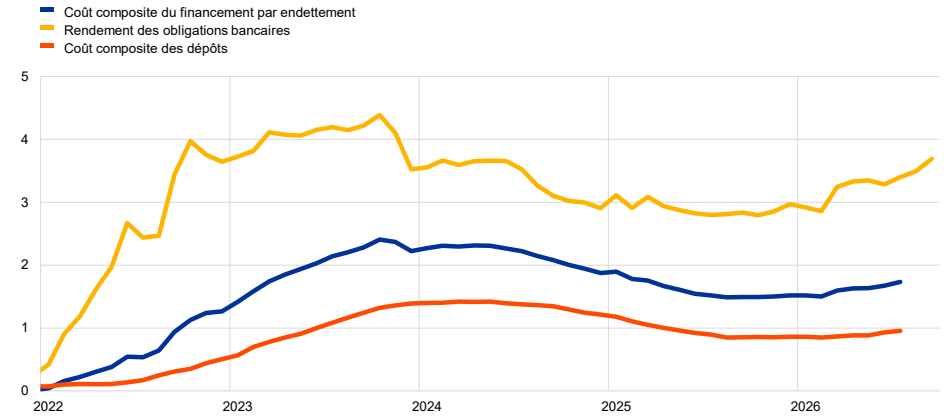
Les conditions de financement pour les entreprises et les ménages sont demeurées globalement stables depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 23 juillet 2026. En juillet, les taux débiteurs bancaires se sont établis à 3,8 % pour les entreprises, légèrement au-dessus des niveaux observés en mai, et sont restés à 3,5 % pour les ménages. Au cours de la période sous revue allant du 11 juin au 9 septembre 2026, le coût de l'endettement de marché des sociétés non financières et le coût des fonds propres ont augmenté, reflétant une hausse des taux sans risque à long terme et une prime de risque sur les actions plus élevée. La croissance des prêts aux entreprises s'est encore accentuée en juillet, atteignant 4,4 %, tandis que celle des prêts aux ménages est restée globalement inchangée à 3,1 %. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) s'est inscrit en hausse, à 3,4 %.

Les coûts de financement des banques sont restés globalement inchangés en juin et juillet, après s'être inscrits sur une tendance globale à la hausse depuis mars (graphique 19). Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro s'est établi à 1,7 % en juillet. Les rendements des obligations bancaires ont légèrement augmenté ce même mois, reflétant les tensions sur les marchés obligataires mondiaux, mais leurs *spreads* sont restés comprimés. Les taux interbancaires ont augmenté à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE en juin. Le taux de dépôt composite, qui mesure le coût marginal du financement par dépôts bancaires, a légèrement augmenté pour s'établir à 1,0 % en juillet, reflétant des taux d'intérêt plus élevés sur les dépôts à terme, les banques ayant répercuté la hausse des taux directeurs. Dans le même temps, les taux sur les dépôts à vue et les comptes d'épargne sont restés globalement inchangés.

Graphique 19

Coûts composites de financement des banques dans la zone euro

(pourcentages annuels)



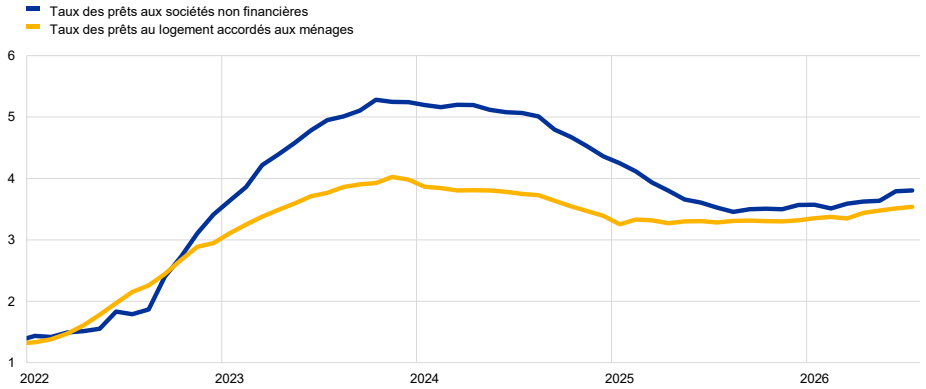
Sources : BCE, S&P Dow Jones Indices LLC et/ou ses filiales et calculs de la BCE.
Notes : Le coût composite du financement par endettement correspond à une moyenne des coûts, pour les banques, des nouveaux contrats pour les dépôts à vue, les dépôts remboursables avec un préavis, les dépôts à terme, les 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 juillet 2026 pour le coût composite du financement par endettement et le coût composite des dépôts, et au 9 septembre 2026 pour les rendements des obligations bancaires.

Jusqu'à fin juillet, les taux débiteurs bancaires ont augmenté pour les entreprises tout en restant stables pour les ménages (graphique 20). Le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières est passé de 3,6 % en mai à 3,8 % en juin et juillet. Les hausses de taux se sont concentrées sur les prêts assortis de périodes de fixation plus longues (supérieures à cinq ans). L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et de montant élevé consentis aux entreprises s'est légèrement resserré, les taux débiteurs ayant relativement moins augmenté pour les petites et moyennes entreprises que pour les grandes entreprises. Le coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages est demeuré globalement inchangé, à 3,5 % en juin et en juillet.

Graphique 20

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

(pourcentages annuels)



Sources : Enquête ECB 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 juillet 2026.

Au cours de la période sous revue allant du 11 juin au 9 septembre 2026, le coût de l'endettement de marché émis par les entreprises et le coût du financement par fonds propres ont augmenté. Le coût total du financement pour les sociétés non financières – c'est-à-dire le coût composite de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – a augmenté pour le deuxième mois consécutif, atteignant 6,5 % en juillet (graphique 21) [10]. Cette hausse s'explique principalement par le coût des fonds propres et celui du financement par endettement de marché, tandis que les coûts d'emprunt des banques n'ont que légèrement augmenté. Les données quotidiennes couvrant l'ensemble de la période sous revue montrent que la hausse du coût de l'endettement de marché s'explique par des taux sans risque plus élevés, qui n'ont été que partiellement compensés par une légère diminution des écarts de rendement des obligations d'entreprises, en particulier sur le compartiment à haut rendement (cf. section 4). Le coût du financement par fonds propres a également augmenté au cours de la période sous

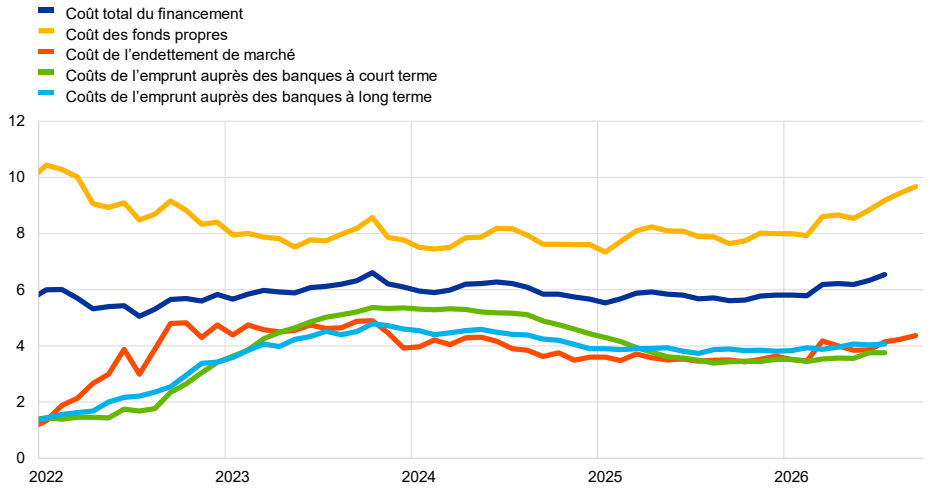
[10] En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des sociétés non financières ne sont disponibles que jusqu'à juillet 2026.

revue, principalement en raison d'une prime de risque sur actions plus élevée, la hausse des taux sans risque à long terme jouant un rôle moins important.

Graphique 21

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

(pourcentages annuels)



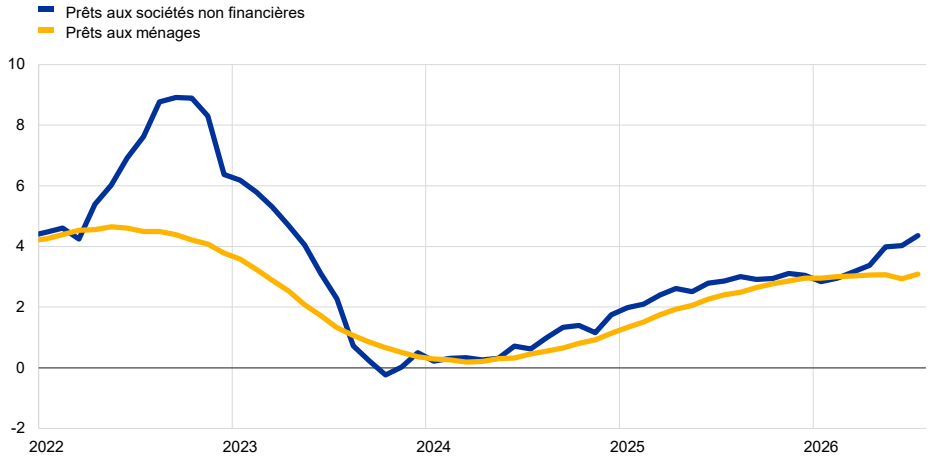
Sources : BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG et calculs de la BCE.
Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne des coûts à court et à long terme de l'emprunt auprès des banques (données 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 9 septembre 2026 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à mai 2026 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques à court et à long terme (données mensuelles).

La croissance des prêts aux entreprises s'est encore accélérée en juillet, tandis que la croissance des prêts aux ménages est restée globalement inchangée par rapport aux mois précédents (graphique 22). Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux sociétés non financières, qui réagit habituellement avec un plus long décalage aux ajustements de politique monétaires, a de nouveau augmenté pour atteindre 4,4 % en juillet. Après une augmentation par rapport aux 4,0 % enregistrés en mai et juin, il s'est établi à un niveau proche de sa moyenne historique de 4,3 % depuis début 1999. Le taux de croissance annuel du financement par endettement externe des entreprises est ressorti en hausse à 4,4 % en juillet, après 4,0 % en mai et juin, reflétant une croissance plus forte des emprunts des entreprises auprès des banques, tandis que les émissions nettes d'obligations d'entreprises sont restées modestes. Globalement, les prêts à court terme ont fortement augmenté au premier semestre de l'année et en juillet, reflétant probablement des besoins accrus en fonds de roulement face au choc énergétique. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté globalement inchangé, s'établissant à 3,1 % en juillet, un niveau inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % depuis début 1999. La croissance du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires a continué d'osciller autour de 5 % et 3 %, respectivement. La croissance des autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, est restée modérée, en ligne avec les tendances historiques. Selon la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs pour juillet 2026, le conflit au Moyen-Orient continue d'affecter

défavorablement les anticipations des ménages en matière d'accès au crédit, bien que ces préoccupations se sont légèrement atténuées.

Graphique 22
Prêts des IFM dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



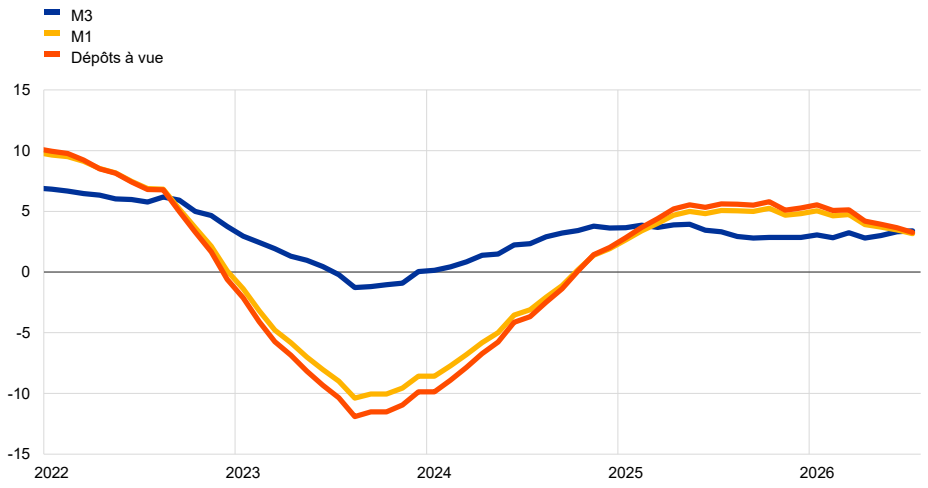
Sources : BCE et calculs de la BCE.
Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie (*cash-pooling*) notionnelle. Les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

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a légèrement augmenté en juin et juillet, mais est resté modéré dans l'ensemble (graphique 23). La croissance annuelle de M3 a atteint 3,4 % en juillet, après avoir oscillé autour de 3 % depuis mi-2025. Elle est restée bien inférieure à sa moyenne historique de 5,2 % observée depuis début 1999. Toutefois, les flux mensuels ont affiché une volatilité accrue au cours des mois précédant juillet, sous l'effet d'importantes fluctuations mensuelles des flux extérieurs nets. Le taux de croissance annuel de l'agrégat étroit (M1), qui inclut les billets et pièces en circulation et les dépôts à vue, a diminué pour revenir à 3,1 % en juillet, après 3,7 % en mai et 3,5 % en juin. Cette baisse reflète d'importantes sorties de dépôts des intermédiaires financiers non bancaires en juillet, qui ont contrebalancé une partie des flux entrants observés au cours des mois précédents. Du point de vue des contreparties, le crédit intérieur a joué un rôle plus important dans la création monétaire depuis le début du conflit au Moyen-Orient. En revanche, la réduction du bilan de l'Eurosystème a continué de peser sur la croissance de M3.

Graphique 23

M3, M1 et dépôts à vue

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



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

6 Évolutions budgétaires

D'après les projections macroéconomiques de septembre 2026 établies par les services de la BCE, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait s'assouplir en 2026 avant de se resserrer à nouveau en 2027 et 2028 [11]*. Le relâchement prévu en 2026 concerne l'ensemble des dépenses, tandis que le durcissement attendu par la suite reflète la suppression des mesures temporaires de soutien à l'énergie, l'expiration de la majeure partie du financement au titre du programme* Next Generation EU *(NGEU) ainsi que des facteurs non discrétionnaires. Le déficit budgétaire des administrations publiques, qui s'élevait à 3,0 % du PIB en 2025, augmenterait sensiblement pour atteindre 3,6 % du PIB en 2026, culminerait à 3,7 % en 2027, avant de retomber à 3,6 % en 2028. Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait grimper pour ressortir juste en deçà de 90 % du PIB en 2028, les déficits primaires persistants et les ajustements dette-déficit l'emportant sur les effets favorables des différentiels entre les taux d'intérêt et la croissance.*

Alors qu'elle était devenue neutre en 2025, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait s'assouplir de 0,5 point de pourcentage du PIB en 2026, avant de se resserrer dans des proportions similaires sur les années 2027 et 2028 cumulativement [12]**.** Le relâchement de 2026 concerne l'ensemble des dépenses. La hausse des investissements publics traduit l'élévation des dépenses en matière de défense et d'infrastructures, en Allemagne surtout mais aussi dans d'autres pays de plus petite taille, parallèlement aux dépenses financées par le NGEU. Les transferts budgétaires devraient également progresser, sous l'effet de la forte croissance des dépenses de retraite et d'autres prestations sociales, ainsi que des transferts en capital aux entreprises financés par le NGEU. Les mesures temporaires de soutien à l'énergie mises en place par les gouvernements depuis l'éclatement du conflit au Moyen-Orient apportent une impulsion supplémentaire de l'ordre de 0,1 % du PIB en 2026, principalement du fait d'un allégement des impôts indirects et d'une augmentation des subventions. En 2027, l'orientation budgétaire devrait se resserrer de quelque 0,4 point de pourcentage du PIB, reflétant en partie la suppression de ces mesures de soutien à l'énergie et l'expiration de la plupart des financements du NGEU. Ce durcissement concerne l'ensemble des pays, même s'il est partiellement contrebalancé par la poursuite des mesures de relance budgétaire en Allemagne. Le resserrement résiduel attendu en 2027 et 2028 tiendra à des facteurs non discrétionnaires, notamment le freinage budgétaire et le découplage des bases d'imposition par rapport au PIB [13]. En comparaison des projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la

---

[11] Cf. les « Projections macroéconomiques de septembre 2026 pour la zone euro établies par les services de la BCE », publiées sur le site internet de la BCE le 10 septembre 2026.

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

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

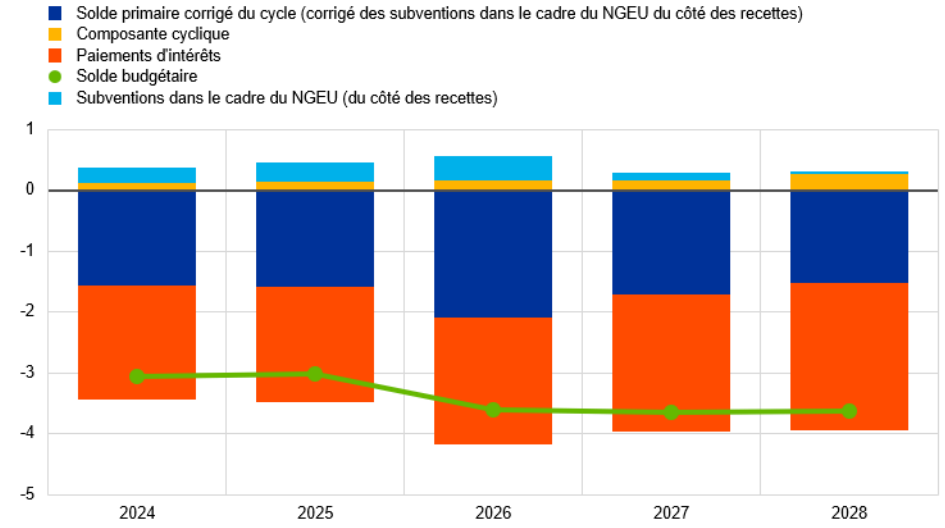
zone euro, les données historiques révisées pour l'Allemagne et la France indiquent une orientation budgétaire légèrement plus accommodante en 2025, tandis que les perspectives demeurent globalement inchangées par la suite.

Le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se dégrader, le déficit atteignant en 2027 un pic bien au-delà du seuil de 3 % (graphique 24). Rétrospectivement, le déficit budgétaire de la zone euro a légèrement reculé, de 3,1 % du PIB en 2024 à 3,0 % en 2025. Les chiffres de 2025 ont été revus à la hausse de 0,1 point de pourcentage par rapport aux projections de juin 2026, principalement sous l'effet de la révision des données relatives à l'Allemagne. Dans les prochaines années, il devrait augmenter sensiblement pour ressortir à 3,6 % du PIB en 2026, culminer à 3,7 % en 2027, puis reculer marginalement à 3,6 % en 2028. La majeure partie de la détérioration du solde devrait survenir en 2026, en raison de l'assouplissement de l'orientation budgétaire. Par ailleurs, les paiements d'intérêts progresseraient de 0,2 point de pourcentage du PIB en 2026, puis de 0,3 point de pourcentage supplémentaire au total sur les années 2027 et 2028. Durant la même période, la composante conjoncturelle favorable et le resserrement budgétaire prévu devraient globalement compenser l'élévation continue des paiements d'intérêts, ce qui se traduira par une légère amélioration de la situation budgétaire en 2028. En comparaison des projections de juin 2026, le solde budgétaire reste globalement inchangé sur l'horizon de projection, l'effet de base lié au creusement du déficit en 2025 et au léger relâchement de la politique budgétaire en 2026 étant compensé par une évolution conjoncturelle plus propice.

Graphique 24

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2026.
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des 21 États membres de la zone euro.

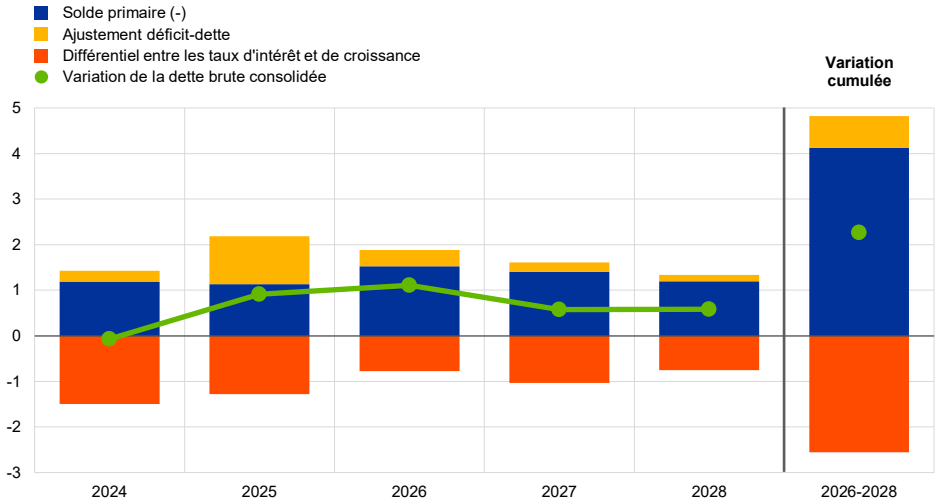
Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait emprunter une trajectoire ascendante sur l'horizon de projection, pour ressortir juste en deçà de 90 % du PIB

en 2028. Cette évolution marque une rupture vis-à-vis du repli significatif observé entre 2021 et 2024. Le ratio dette/PIB devrait passer de 87,1 % en 2025 à 89,4 % à la fin de l'horizon de projection. Cette hausse reflète la persistance des déficits primaires et des ajustements déficit-dette modestes quoique systématiquement positifs, qui ne sont que partiellement contrebalancés par des différentiels avantageux entre les taux d'intérêt et la croissance (graphique 25). Par rapport aux projections de juin 2026, le ratio d'endettement des administrations publiques a été revu à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection, ce qui s'explique par un recul du ratio d'endettement calculé pour 2025 et par des écarts plus favorables entre taux d'intérêt et croissance, portés par une croissance plus vigoureuse du PIB nominal.

Graphique 25

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2026.
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des 21 États membres de la zone euro.

Les récentes évolutions en matière de gouvernance budgétaire ont porté sur les procédures concernant les déficits excessifs et sur la possibilité d'étendre la clause dérogatoire nationale aux dépenses liées à l'énergie. Le Conseil de l'Union européenne a engagé une procédure concernant les déficits excessifs à l'encontre de la Bulgarie le 10 juillet, tandis que les autres procédures menées à l'égard de six pays de la zone euro sont en suspens [14]. À ce jour, le Conseil de l'UE a approuvé l'activation de la clause dérogatoire nationale pour les dépenses de défense de 14 pays de la zone euro [15]. Le 18 août, la Commission européenne a publié une communication apportant des précisions supplémentaires quant à sa

[14] Les pays de la zone euro actuellement soumis à une procédure de déficit excessif sont la Belgique, la Bulgarie, la France, l'Italie, l'Autriche, la Slovaquie et la Finlande.

[15] La clause dérogatoire nationale a été activée pour la Belgique, la Bulgarie, l'Allemagne, l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, la Croatie, la Lettonie, la Lituanie, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie et la Finlande. Le 11 septembre, l'Italie a demandé son activation pour les dépenses de défense ainsi que pour les mesures liées à l'énergie. De plus amples informations sur la clause dérogatoire nationale pour les dépenses de défense sont disponibles sur le site internet du Conseil de l'UE.

proposition annoncée précédemment dans le cadre du paquet de printemps du Semestre européen 2026 et visant à étendre le champ d'application de la clause dérogatoire nationale aux mesures liées à l'énergie [16]. La communication explique que cette extension couvre les mesures qui renforcent la sécurité structurelle et la résilience du système énergétique européen, d'une part, et qui accélèrent la transition sur la voie de l'abandon des combustibles fossiles, d'autre part. Pour l'heure, seules la Grèce et l'Italie ont sollicité une telle extension, bien que la Commission ait indiqué que les requêtes soumises ultérieurement seraient également prises en considération.

[16] Pour davantage de détails, cf. la communication de la Commission « Orientations à l'intention des États membres concernant l'extension du champ d'application de la clause dérogatoire nationale aux fins de la sécurité énergétique ».

Encadrés

1 Quels sont les pays les plus vulnérables à l'essor industriel de la Chine ? Une évaluation de l'exposition inégale de l'Europe

Ginevra Aguiari, Francesco Chiacchio, Matteo Falagiarda, Vanessa Gunnella et Emiel Cornelius Marchand

La transformation industrielle rapide de la Chine crée une répartition inégale des défis et des opportunités entre les économies de l'UE. Le « choc chinois 2.0 » combine plusieurs évolutions en Chine, notamment une expansion rapide du secteur manufacturier de haute technologie, un accent plus marqué de la politique économique sur l'autonomie industrielle et des gains généralisés de compétitivité-prix. Si ces évolutions ont intensifié les tensions concurrentielles dans certains secteurs, elles peuvent également bénéficier aux économies européennes par le biais d'importations à moindre coût, de liens d'investissement et de retombées technologiques [1]. La balance des risques et des opportunités diffère d'un pays de l'UE à l'autre, reflétant des différences en matière de spécialisation sectorielle, d'intégration dans les chaînes de valeur manufacturières et d'exposition à des secteurs dans lesquels les entreprises chinoises ont connu une croissance rapide. Il est important de comprendre cette hétérogénéité dans une perspective plus large à l'échelle de l'UE, car l'exposition asymétrique aux chocs mondiaux peut avoir des implications pour la compétitivité, l'investissement et la croissance, ainsi que pour la convergence macroéconomique et le fonctionnement de l'union monétaire.

La similarité entre la structure des exportations de biens de la Chine et celle de plusieurs pays de l'UE s'est considérablement accrue ces dernières années. Un indice mesurant le chevauchement entre la composition sectorielle des exportations chinoises de biens et celle de chaque pays de l'UE indique une similarité croissante des exportations pour un certain nombre de pays de l'UE [2]. Cette hausse est plus prononcée dans les économies à forte intensité manufacturière, telles que l'Allemagne, tandis qu'elle est plus limitée dans les pays dont la structure des exportations est plus spécialisée, y compris certains petits pays de l'UE (graphique A, partie a). Les données sectorielles suggèrent que cette hausse s'explique principalement par les machines et les équipements de transport (graphique A, partie b), r eflétant l'essor rapide de l'industrie automobile chinoise et un déplacement plus général en amont de la chaîne de valeur vers des produits plus avancés et à plus forte intensité technologique. Cela indique une intensification de la concurrence dans des secteurs qui ont été des moteurs essentiels de la croissance

[1] Cf. par exemple, Amicucci *et al*. (2026) et Anaya Longaric *et al*. (2026) et Lane (2026).

[2] L'indice de similarité des exportations (*Export Similarity Index*) s'appuie sur la mesure proposée par Finger et Kreinin (1979). Pour une application récente à la structure des échanges commerciaux de la Chine, cf. Soyres (de) *et al*. (2025).

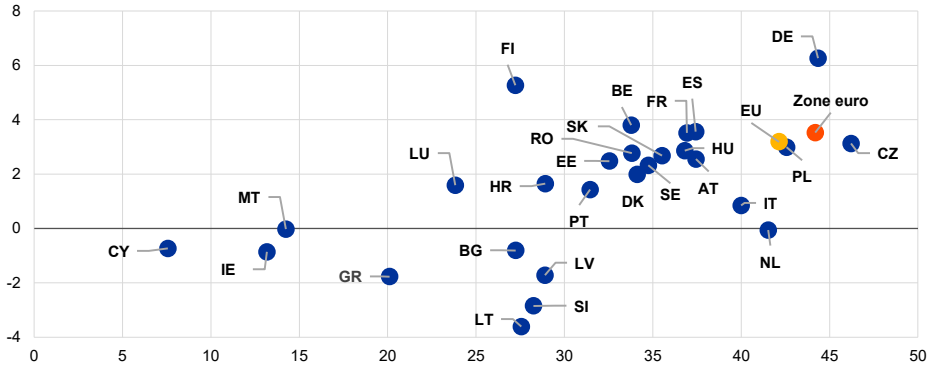
dans certaines économies européennes au cours des dernières décennies, notamment la production automobile et les machines industrielles.

Graphique A

Similarité des exportations de biens de l'UE et de la Chine

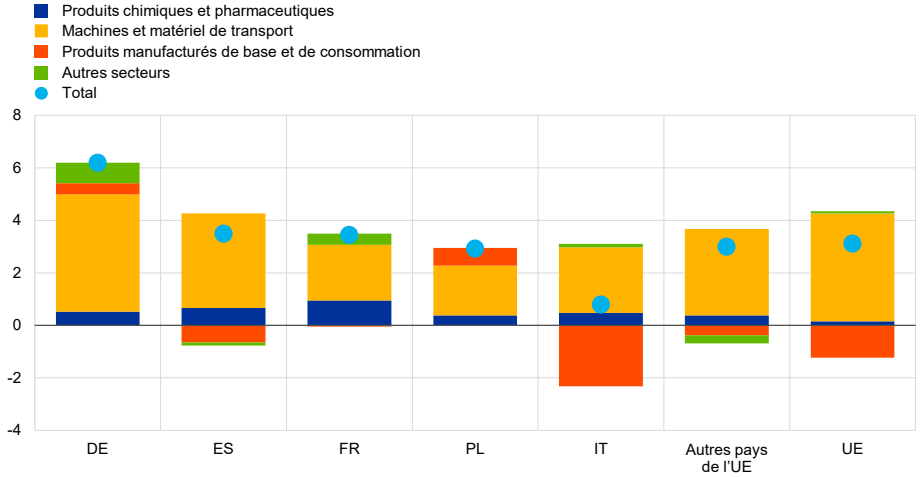
a) Similarité avec la Chine en matière d'exportations en 2025 et évolution depuis 2019

(axe des abscisses : similarité, en pourcentage ; axe des ordonnées : évolution, en points de pourcentage)



b) Contributions sectorielles aux variations de la similarité avec la Chine en matière d'exportations entre 2019 et 2025

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



Sources : Trade Data Monitor et calculs de la BCE.
Notes : L'indice de similarité des exportations mesure le chevauchement entre la structure des exportations de biens de la Chine et des pays de l'UE dans les différents secteurs. Des valeurs plus élevées indiquent des paniers d'exportation plus similaires. Les agrégats UE, zone euro et « Autres pays de l'UE » excluent les flux commerciaux entre pays au sein de chaque agrégat. Partie b) : Les contributions positives indiquent les secteurs dans lesquels les structures d'exportation sont devenues plus similaires au fil du temps, tandis que les contributions négatives indiquent une divergence croissante. Les classifications sectorielles sont fondées sur les catégories de la Classification type pour le commerce international (CTCI), avec une sélection de catégories agrégées pour présentation.

Parallèlement à la concurrence croissante que représentent ses exportations, la Chine semble être devenue moins dépendante des importations industrielles européennes. La similarité entre la structure des exportations de biens des pays de l'UE et les importations chinoises de biens a diminué dans l'ensemble de l'UE depuis 2019 (graphique B, partie a). Cette baisse est plus prononcée dans les économies intégrées dans les chaînes de valeur manufacturière et automobile européennes, y compris en Allemagne et dans plusieurs économies d'Europe centrale. Cette situation reflète en grande partie les évolutions dans le

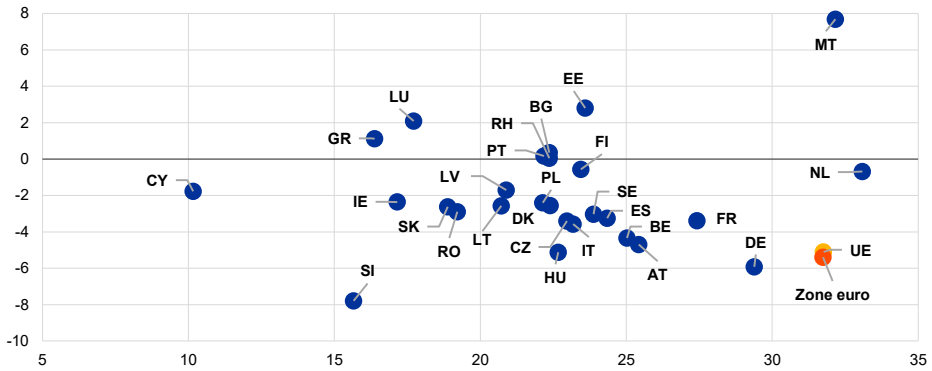
secteur des machines et dans celui du matériel de transport (graphique B, partie b), dans lesquels ces économies sont hautement spécialisées. Cela est cohérent avec une concurrence plus forte de la part des producteurs chinois, le remplacement par d'autres fournisseurs étrangers, les modifications de la composition de la demande chinoise et la faiblesse récente de la demande intérieure en Chine. Ces évolutions se sont accompagnées d'une baisse marquée des exportations de l'UE vers la Chine depuis 2019 (graphique C). Si cette baisse est généralisée à l'ensemble des pays de l'UE, elle a été particulièrement prononcée en Allemagne, reflétant la spécialisation du pays dans le secteur manufacturier et les biens d'équipement.

Graphique B

Similarité entre les exportations de biens de l'UE et les importations de biens de la Chine

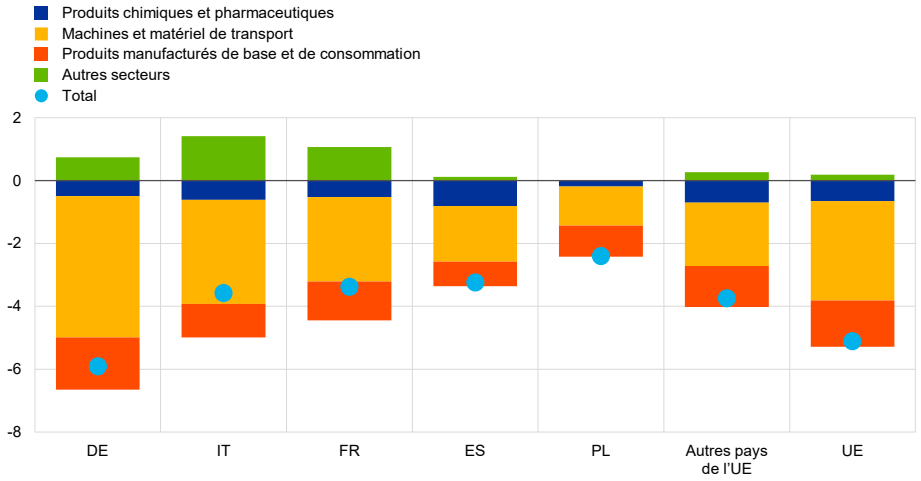
a) Similarité entre partenaires commerciaux vis-à-vis de la Chine en 2025 et évolution depuis 2019

(axe des abscisses : similarité, en pourcentage ; axe des ordonnées : évolution, en points de pourcentage)



b) Contributions sectorielles aux variations de la similarité entre partenaires commerciaux vis-à-vis de la Chine entre 2019 et 2025

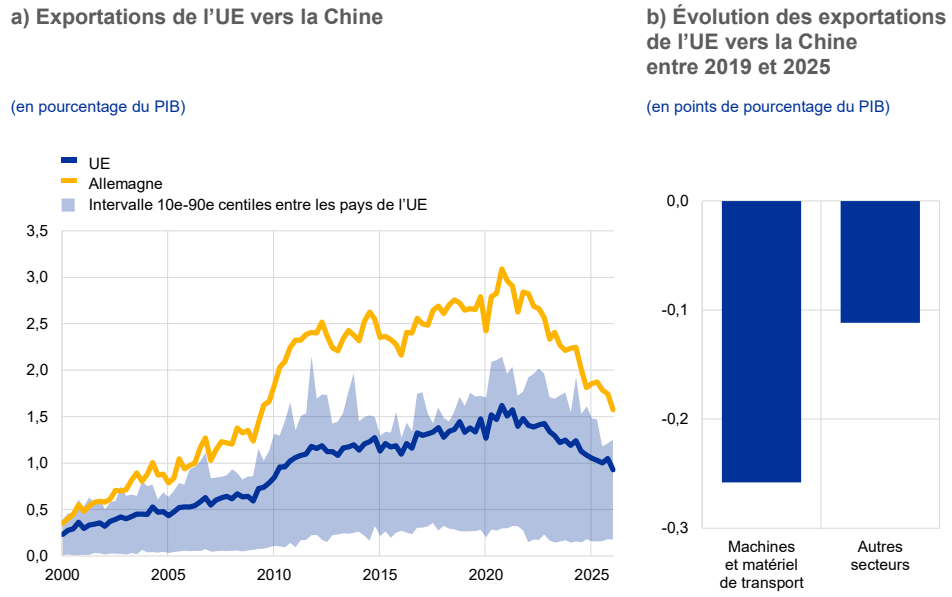
(en points de pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Trade Data Monitor et calculs de la BCE.
Notes : L'indice de similarité des partenaires (*Partner Similarity Index*, Soyres (de) *et al.*, 2025) mesure le chevauchement entre la structure des exportations de biens des pays de l'UE et la composition sectorielle des importations de biens chinoises. Des valeurs plus élevées indiquent une correspondance plus étroite entre les exportations de l'UE et les importations chinoises. Les agrégats UE, zone euro et « Autres pays de l'UE » excluent les flux commerciaux entre pays au sein de chaque agrégat. Partie b) : Les contributions positives indiquent les secteurs dans lesquels la structure des exportations européennes est devenue plus similaire à la composition sectorielle des importations chinoises au fil du temps, tandis que les contributions négatives indiquent une divergence croissante. Les classifications sectorielles sont fondées sur les catégories de la CTCI, avec une sélection de catégories agrégées pour présentation.

Graphique C

Exportations de biens de l'UE vers la Chine



Sources : Trade Data Monitor, Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Le graphique présente les exportations cumulées sur 12 mois vers la Chine en pourcentage du PIB nominal.

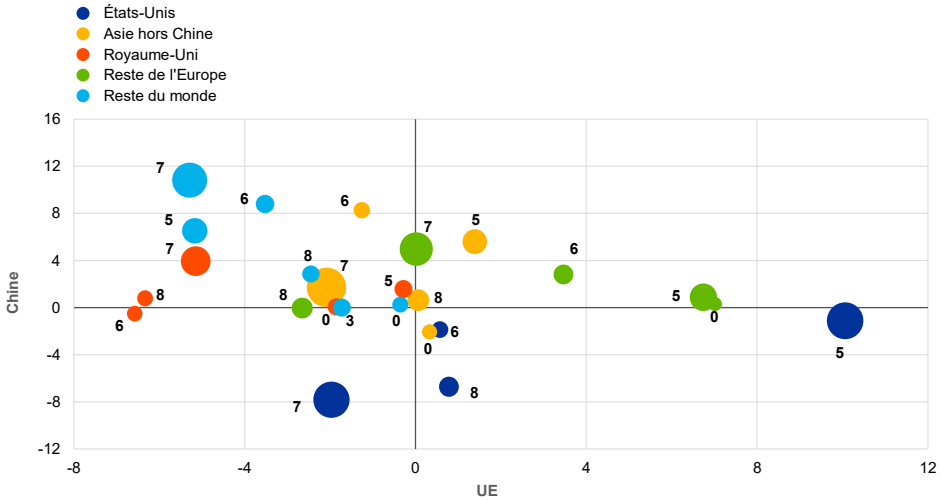
La concurrence croissante de la Chine et la baisse de sa dépendance à l'égard des importations en provenance d'Europe pèsent sur les performances à l'exportation de l'UE. Même si le commerce mondial a continué de croître ces dernières années, la part de l'UE dans les exportations mondiales de biens a diminué, en particulier dans les secteurs et les destinations où la Chine a renforcé sa présence mondiale, notamment le secteur des machines et du matériel de transport (graphique D). En Asie, il est probable que la forte intégration de la Chine dans les chaînes d'approvisionnement régionales et sa vigueur croissante dans les secteurs des biens intermédiaires et des biens d'équipement amplifient la pression concurrentielle. Sur des marchés tiers plus sensibles aux prix, les entreprises chinoises pourraient également bénéficier d'avantages en matière de coûts et de gammes de produits plus larges [3]. En revanche, les pays de l'UE ont accru leurs parts de marché à l'exportation aux États-Unis, tandis que la part de la Chine a diminué, ce qui peut refléter une réorientation des échanges liée aux tensions commerciales récentes entre les États-Unis et la Chine. Ces gains se sont concentrés sur les secteurs à plus forte valeur ajoutée, mettant en évidence les domaines dans lesquels les entreprises européennes restent compétitives au niveau international.

[3] La concurrence croissante des exportateurs chinois peut affecter les entreprises européennes non seulement par le biais d'une baisse des parts de marché à l'exportation, mais également via une réduction du pouvoir de fixation des prix et des marges bénéficiaires dans les secteurs concurrents (Al-Haschimi *et al.*, 2024).

Graphique D

Évolution des parts de marché à l'exportation de biens de l'UE et de la Chine pour une sélection de produits et de destinations entre 2019 et 2025

(variations des parts de marché à l'exportation, en points de pourcentage)



Sources : Trade Data Monitor et calculs de la BCE.
Notes : Les bulles se rapportent aux secteurs de la CTCI suivants : 0 (produits alimentaires) ; 3 (énergie) ; 5 (produits chimiques et pharmaceutiques) ; 6 (produits manufacturés de base) ; 7 (machines et matériel de transport) ; 8 (biens de consommation manufacturés). La couleur indique la destination des exportations, tandis que la taille de la bulle reflète la part dans les exportations hors UE en 2025. Seuls les secteurs représentant plus de 1 % des exportations hors UE sont présentés.

L'essor industriel de la Chine est en train de redéfinir le commerce mondial, laissant les économies européennes inégalement exposées. Même si le tableau d'ensemble est largement déterminé par les économies à forte intensité manufacturière, les effets varient considérablement selon les pays et les secteurs. Les économies spécialisées dans les machines, le matériel de transport et les autres biens d'équipement semblent plus exposées à la concurrence croissante des entreprises chinoises et à la baisse de la demande chinoise de biens industriels importés. En revanche, certains secteurs ont fait preuve d'une plus grande résilience jusqu'à présent, mettant en évidence les domaines dans lesquels les entreprises européennes restent compétitives au niveau international [4]. En outre, certaines des économies les plus exposées à la concurrence croissante de la Chine sont également fortement tributaires de secteurs dépendants de matières premières critiques (graphique E), ce qui met en évidence les vulnérabilités potentielles à l'égard des chaînes d'approvisionnement stratégiques et des restrictions chinoises à l'exportation de ces matières premières (Attinasi *et al.*, 2025 ; Banin *et al.*, 2025). La compréhension l'impact inégal de l'essor de la Chine sur les différents pays et secteurs peut contribuer à éclairer les réponses de politique économique à apporter au niveau national ou à celui de l'UE. Pour les économies les plus exposées, la diversification des chaînes d'approvisionnement, le renforcement des capacités industrielles nationales et la promotion de l'innovation peuvent être importants pour

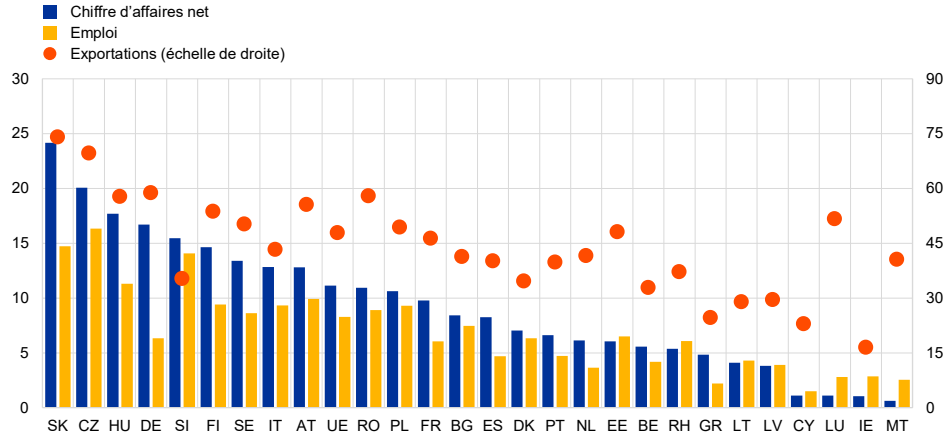
[4] L'analyse se concentre sur les échanges de biens et ne reflète pas les forces des échanges de services, dans lesquels plusieurs économies européennes conservent des positions internationales solides. Elle ne prend pas non plus en compte les avantages potentiels de liens économiques plus étroits avec la Chine, y compris via des flux d'investissement et des transferts de technologie.

renforcer la résilience et s'adapter à un environnement commercial en évolution à l'échelle mondiale.

Graphique E

Dépendance aux matières premières critiques par pays

(en pourcentages)



Sources : Eurostat, Trade Data Monitor et calculs de la BCE.
Notes : Les barres bleues représentent la part du chiffre d'affaires net des entreprises dans les secteurs dépendants des matières premières critiques (secteurs 24 à 30 de la NACE). Les barres jaunes représentent la part correspondante de l'emploi. Les points orange représentent la part correspondante des exportations totales de biens. Les données relatives à l'emploi et au chiffre d'affaires se rapportent à 2024 ; les données relatives aux exportations se rapportent à 2025.

Bibliographie

Al-Haschimi (A.), Emter (L.), Gunnella (V.), Ordoñez Martínez (I.), Schuler (T.) et Spital (T.) (2024), « *Why competition with China is getting tougher than ever* », *The ECB Blog*, 3 septembre.

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

Anaya Longaric (P.), Esposito (C.), Gunnella (V.), Lecourt (N.), Martínez Hernández (C.) et Pongetti (G.) (2026), « Qu'est-ce qui a maintenu la hausse des prix des biens à un bas niveau ? Le rôle de l'exposition aux importations de la Chine », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Attinasi (M.-G.), Boeckelmann (L.), Gerinovics (R.) et Meunier (B.) (2025), « Lever le voile sur les coûts cachés des dépendances critiques », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Banin (M.), D'Agostino (M.), Gunnella (V.) et Lebastard (L.) (2025), « Restrictions sur les exportations chinoises de terres rares : quelle vulnérabilité de la zone euro ? », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.

Soyres (F. de), Fisgin (E.), Gaillard (A.), Santacreu (A.M.) et Young (H.) (2025), « *The Sectoral Evolution of China's Trade », FEDS Notes*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 28 février.

Finger (J.M.) et Kreinin (M.E.) (1979), « *A Measure of 'Export Similarity' and Its Possible Uses* », *The Economic Journal*, vol. 89, n° 356, décembre, p. 905-912.

Lane (P.R.) (2026), « *Europe and the world economy* », discours liminaire prononcé lors de l'*Asian Monetary Policy Forum*, Singapour, 22 mai.

2 Faire face à l'incertitude : comment le conflit au Moyen-Orient façonne les anticipations et les stratégies d'adaptation des entreprises

Katalin Bodnár, Davide Fantino, Sara Lamboglia et Laura Lebastard

L'enquête sur l'accès des entreprises au financement (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*, SAFE) dans la zone euro pour le deuxième trimestre 2026 apporte un éclairage sur l'exposition des entreprises au conflit au Moyen-Orient, son impact sur leurs anticipations, et leurs stratégies d'adaptation [1]**.** S'appuyant sur une analyse antérieure fondée sur l'enquête pour le premier trimestre 2026, qui a révélé un changement significatif des anticipations des entreprises interrogées après le déclenchement des hostilités au Moyen-Orient le 28 février 2026, les questions *ad hoc* incluses dans la vague d'enquête pour le deuxième trimestre fournissent de nouvelles indications sur la manière dont le conflit affecte les entreprises de la zone euro [2]. La dernière campagne d'enquête nous permet également d'évaluer si la distribution des réponses des entreprises a évolué à la suite de l'annonce du protocole d'accord entre l'Iran et les États-Unis le 14 juin, environ un quart des participants ayant répondu après l'annonce [3]. Les attaques maritimes ont repris par la suite début juillet, soulignant l'importance durable d'une analyse au niveau des entreprises de l'impact du conflit.

Les entreprises du secteur du commerce, les exportateurs et les petites et moyennes entreprises (PME) ont fait état de la plus forte exposition au conflit au Moyen-Orient. En moyenne, les grandes entreprises ont déclaré être moins exposées au conflit que les PME, 28 % d'entre elles déclarant une note d'exposition supérieur à sept sur une échelle de un à dix, contre 35 % pour les PME (graphique A). Les entreprises exportatrices ont fait état d'un degré d'exposition plus élevé en moyenne que les non-exportatrices. Cela pourrait refléter deux facteurs : a) les entreprises exportatrices peuvent exercer leurs activités sur des marchés géographiquement éloignés qui sont plus directement affectés par le conflit au Moyen-Orient que la zone euro ; et b) elles sont plus susceptibles de s'engager dans des activités d'importation (Bernard *et al.*, 2012), ce qui accroît leur vulnérabilité aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales. Même si les exportateurs tendent à être de grandes entreprises, l'exposition plus importante des PME suggère que la taille et l'internationalisation peuvent affecter les entreprises *via* différents canaux : les exportateurs sont plus exposés en raison de leur plus forte intégration dans les réseaux du commerce international, tandis que la capacité des PME à absorber les chocs de coûts ou à ajuster les chaînes d'approvisionnement peut être limitée. Les PME dépendent également davantage de la demande des consommateurs et sont plus sensibles au choc énergétique associé au conflit [4].

---

1 Pour plus d'informations, cf. le rapport de la BCE relatif à l'enquête SAFE pour le deuxième trimestre 2026.

2 Pour une analyse précédente, cf. Fantino *et al.* (2026).

3 Les travaux de terrain ont été menés du 21 mai au 26 juin 2026.

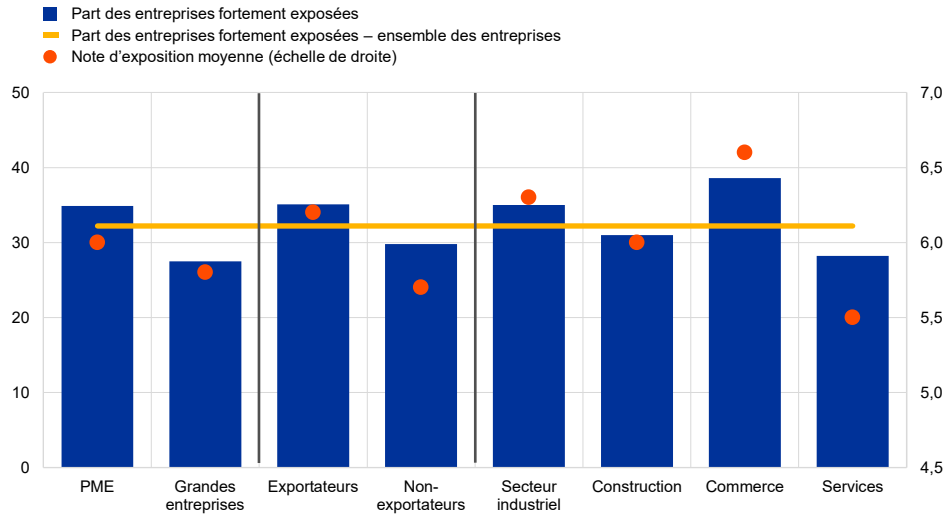
4 Cf. Dausà i Noguera *et al.* (2026).

Parmi les différents secteurs, la plus grande part d'entreprises fortement exposées s'observe dans le commerce (comprenant le commerce de gros et de détail), et la plus faible part dans le secteur des autres services. La moindre exposition des entreprises du secteur des autres services reflète probablement leur part plus faible de coûts énergétiques et une orientation plus marquée vers le marché intérieur. Ces hétérogénéités sont confirmées lorsque les notes d'exposition moyennes sont considérés comme une mesure alternative de l'exposition des entreprises au conflit.

Graphique A

Part des entreprises fortement exposées au conflit au Moyen-Orient et note d'exposition moyen, par type d'entreprise

(pourcentages et note 1-10)



Sources : Enquête SAFE et calculs des services de la BCE.
Notes : Résultats pondérés des poids de sondage. « Entreprises fortement exposées » désigne les entreprises ayant attribué une note supérieure à sept sur une échelle de un à dix à la question suivante : « Dans quelle mesure la guerre au Moyen-Orient (notamment la hausse des prix de l'énergie et les perturbations des chaînes d'approvisionnement et du transport maritime) a-t-elle affecté l'activité de votre entreprise ? ». « Commerce » correspond au commerce de gros et de détail. Toutes les différences entre les notes moyens sont statistiquement significatives. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026.

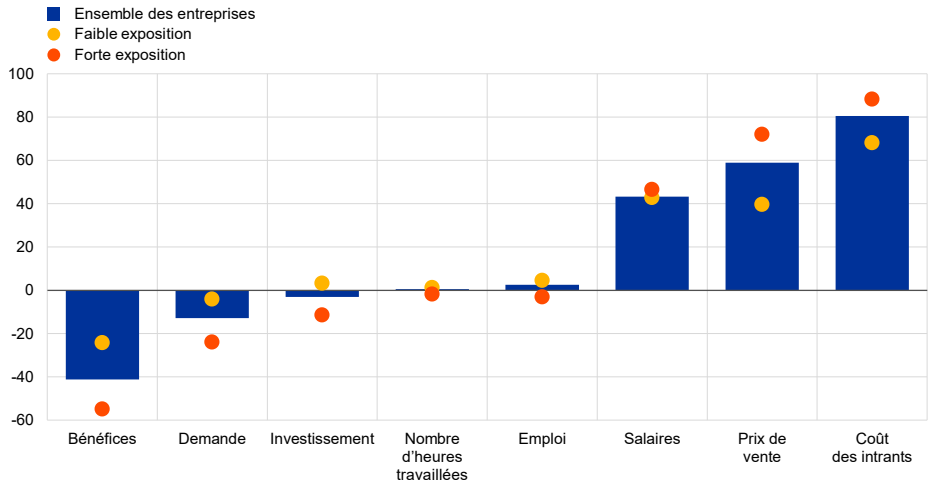
Le conflit au Moyen-Orient a principalement affecté les anticipations des entreprises relatives aux variables nominales et à la demande, tandis que son impact sur les autres variables réelles est considéré comme modéré. Selon les entreprises interrogées, le conflit a le plus fortement impacté les anticipations relatives aux variables nominales, avec un pourcentage net de 79 % d'entreprises prévoyant des coûts des intrants plus élevés, un pourcentage net de 58 % une hausse des prix de vente et un pourcentage net de 43 % une augmentation des salaires au cours des 12 prochains mois (graphique B). Si les entreprises les plus exposées ont davantage fait état d'un impact à la hausse sur leurs anticipations relatives au coût des intrants et aux prix de vente que celles moins exposées, l'effet sur les anticipations relatives aux salaires est globalement identique pour l'ensemble des entreprises. Cela suggère que les entreprises considèrent que l'évolution des salaires résulte principalement de tensions inflationnistes généralisées – les travailleurs pouvant chercher à compenser les hausses attendues du coût de la vie – plutôt que du degré d'exposition de leur secteur ou de leur entreprise. Un pourcentage net de 40 % des entreprises a indiqué que le conflit avait eu un impact négatif sur leurs prévisions de bénéfices. S'agissant des variables réelles, un

pourcentage net de 14 % des entreprises ont fait état d'une révision à la baisse de leurs anticipations en matière de demande. En revanche, les entreprises ne prévoyaient aucune évolution de leurs anticipations en matière d'emploi, de nombre moyen d'heures travaillées et de croissance de l'investissement, avec des pourcentages nets proches de zéro pour ces variables. Toutefois, si l'on considère uniquement les entreprises fortement exposées, un pourcentage net de 11 % a indiqué que le conflit a eu un impact négatif sur la croissance attendue de leurs investissements. La séparation de l'échantillon entre la période précédant et celle suivant la date de l'annonce du protocole d'accord n'a montré que peu de variations dans la distribution des réponses. Cela suggère que l'annonce a eu un effet limité sur l'évaluation par les entreprises des implications économiques du conflit.

Graphique B

Impact du conflit au Moyen-Orient sur les anticipations des entreprises

(pourcentages nets)



Sources : Enquête SAFE et calculs des services de la BCE.
Notes : Résultats pondérés des poids de sondage. En réponse à la question « Comment la guerre au Moyen-Orient et les variations associées des prix de l'énergie influencent-elles les anticipations de votre entreprise pour les 12 prochains mois ? », les entreprises ont pu indiquer si leurs anticipations avaient augmenté, diminué ou étaient restées inchangées. Les pourcentages nets ont été calculés en soustrayant la part des entreprises ayant répondu que leurs anticipations avaient diminué de celle des entreprises ayant répondu qu'elles avaient augmenté. « Exposition faible » désigne les entreprises ayant attribué une note inférieure à cinq sur une échelle de un à dix à la question figurant dans le graphique A. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026.

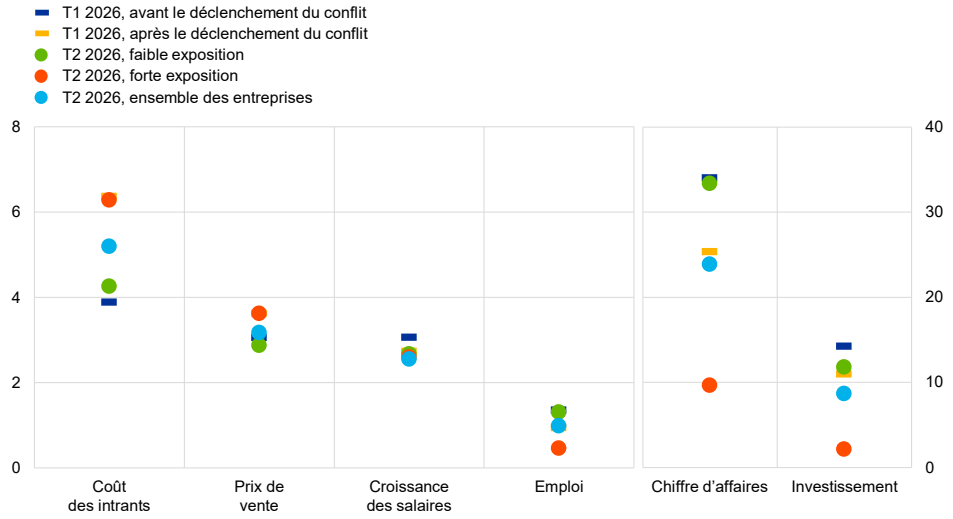
Les anticipations quantitatives des entreprises relatives aux variations des coûts des intrants et des prix de vente sont restées globalement élevées et supérieures aux niveaux d'avant la guerre, mais les anticipations relatives à la croissance des salaires se sont modérées (graphique C). Les entreprises fortement affectées par le conflit ont fait état d'anticipations plus élevées en matière de hausse des coûts et des prix – comparables à celles observées dans les réponses recueillies juste après le déclenchement du conflit le 28 février – tandis que les anticipations déclarées par les entreprises moins affectées étaient plus étroitement alignées sur les réponses à l'enquête menée avant le conflit. En revanche, les anticipations relatives à la croissance des salaires se sont légèrement modérées par rapport à la campagne précédente, tant pour les entreprises fortement exposées que pour les entreprises moins exposées. La baisse des anticipations de croissance des salaires au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre semble contraster avec le pourcentage net de 43 % des entreprises faisant état

d'anticipations de hausse des salaires à la suite du déclenchement du conflit. Toutefois, cela pourrait refléter le fait que, si le conflit n'avait pas eu lieu, les anticipations de croissance des salaires se seraient encore davantage modérées. Cette interprétation semble également confirmer les réponses qualitatives à l'enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises sur les anticipations relatives aux prix de vente et aux salaires (cf. Elding *et al.*, 2026).

Graphique C

Anticipations des entreprises par exposition et date d'entretien

(échelle de gauche : variations en pourcentage au cours des 12 prochains mois ; échelle de droite : pourcentages nets des hausses attendues au cours des trois prochains mois)



Sources : Enquête SAFE et calculs des services de la BCE.
Notes : Anticipations moyennes des variations pondérées des poids de sondage. Questions régulièrement posées dans l'enquête SAFE au sujet des anticipations. Les anticipations relatives aux coûts des intrants, aux prix de vente, aux salaires et à l'emploi se rapportent aux 12 prochains mois. Les anticipations relatives au chiffre d'affaires et à l'investissement se rapportent aux trois prochains mois. Les pourcentages nets des hausses attendues ont été calculés en soustrayant la part des entreprises ayant répondu que leurs anticipations avaient diminué de celle des entreprises ayant répondu qu'elles avaient augmenté. Les groupes « forte exposition » et « faible exposition » sont classés tel qu'indiqué dans le graphique B. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026.

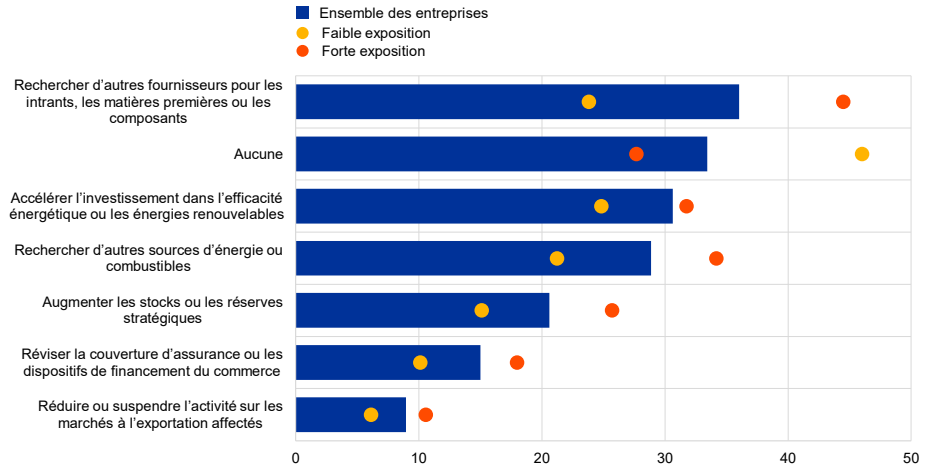
Les anticipations qualitatives relatives à la croissance du chiffre d'affaires et des investissements au cours des trois prochains mois, ainsi que les anticipations de croissance de l'emploi pour les 12 prochains mois, se sont affaiblies au deuxième trimestre par rapport aux niveaux d'avant le conflit. La modération attendue a été nettement plus marquée pour le chiffre d'affaires que pour l'investissement. Les entreprises très exposées ont tiré les anticipations vers le bas, avec seulement un pourcentage net de 10 % d'entreprises prévoyant une hausse de leur chiffre d'affaires et un pourcentage net de 2 % anticipant une augmentation de leurs investissements – des chiffres nettement inférieurs à ceux enregistrés pour l'ensemble des entreprises avant le déclenchement du conflit au premier trimestre (un pourcentage net de 34 % et de 14 %, respectivement). Les anticipations de croissance de l'emploi au cours des 12 prochains mois se sont établies à 1,4 % au premier trimestre, avant le déclenchement du conflit, et ont diminué pour revenir à 1,0 % au deuxième trimestre, lorsque les entreprises fortement affectées s'attendaient à une croissance plus faible (0,5 %).

Environ deux tiers des entreprises interrogées prennent des mesures en réponse au conflit en recherchant d'autres fournisseurs et en accélérant l'investissement dans l'efficacité énergétique (graphique D). Les stratégies les plus fréquemment déclarées par les entreprises en réponse au conflit sont : la recherche d'autres fournisseurs pour les intrants, les matières premières ou les composants (36 %), l'accélération de l'investissement dans l'efficacité énergétique ou les énergies renouvelables (31 %), et la recherche d'autres fournisseurs d'énergie ou de combustibles (29 %). Près de la moitié des entreprises peu exposées ont indiqué ne prendre aucune mesure, contre seulement 28 % des entreprises fortement exposées. Pour le deuxième groupe, la stratégie la plus courante a consisté à rechercher d'autres fournisseurs d'intrants (44 %). Très peu d'entreprises ont déclaré avoir réduit, ou prévu de réduire, leur activité sur les marchés exportateurs affectés. Dans le même temps, une part importante des entreprises ayant fait état d'un faible degré d'exposition prennent également des mesures pour se prémunir contre de futurs chocs liés aux tensions géopolitiques.

Graphique D

Stratégies des entreprises en réponse au conflit au Moyen-Orient

(pourcentages de participants)



Sources : Enquête SAFE et calculs des services de la BCE.
Notes : Pourcentages pondérés des poids de sondage d'entreprises répondant à la question « Parmi les mesures suivantes, lesquelles votre entreprise a-t-elle déjà prises ou prévoit-elle de prendre au cours des 12 prochains mois en réponse aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient ? » Les entreprises pouvaient sélectionner plusieurs options. Les groupes « forte exposition » et « faible exposition » sont classés tel qu'indiqué dans le graphique B. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2026.

Bibliographie :

Bernard (A.), Jensen (B.), Redding (S.) et Schott (P.) (2012), « *The Empirics of Firm Heterogeneity and International Trade* », *Annual Review of Economics*.

Dausà i Noguera (N.), Dimou (M.) et Kouvavas (O.) (2026), « Analyser les retombées de la guerre au Moyen-Orient sur la consommation dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Banque centrale européenne (BCE) (2026), *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Fourth quarter of 2026*, juillet.

Melemenidis (A.), Morris (R.) et Roma (M.) (2026), « Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

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

3 Principaux résultats des dernières projections démographiques pour la zone euro

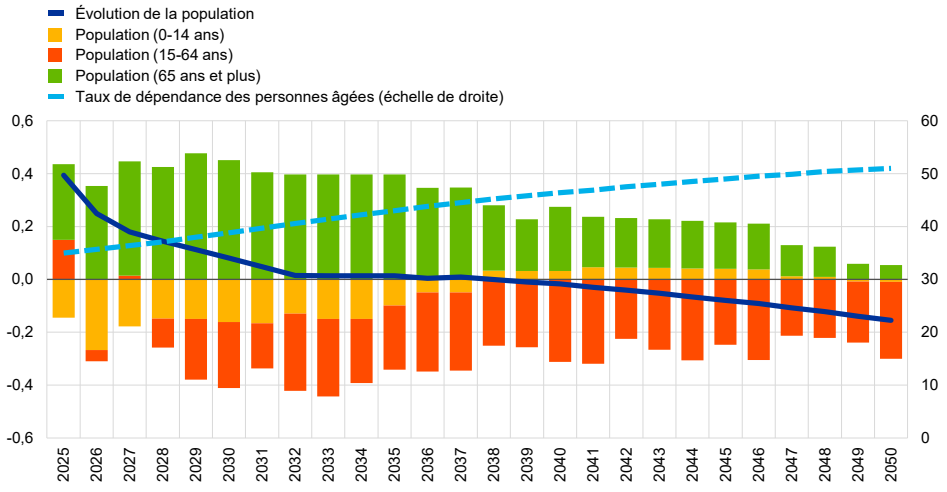
Stephan Haroutunian, Leo Orlygsson et Joachim Schroth

Les dernières tendances démographiques suggèrent que la population de la zone euro augmentera temporairement avant de revenir à 358 millions en 2050, soit le même niveau qu'en 2025, mais avec une structure d'âge différente (graphique A). D'après les projections EUROPOP 2025, publiées le 16 avril 2026, la population de la zone euro devrait augmenter légèrement et atteindre un pic de 361,4 millions en 2037, avant de baisser par la suite [1]. La structure de la population évoluera fortement : le nombre de personnes âgées de 65 ans et plus va augmenter, tandis que le nombre d'enfants (de 0 à 14 ans) et de personnes en âge de travailler (de 15 à 64 ans) va reculer [2]. La forte hausse de la population plus âgée jusqu'au milieu de la prochaine décennie s'explique par le départ à la retraite d'une large part de la génération des « *baby boomers* ». On observe ensuite un déclin dans le groupe des 15-64 ans, à mesure que les personnes nées lors de la période récente de faible fécondité atteignent l'âge de travailler.

Graphique A

Projections de croissance de la population totale, contributions des groupes d'âge et taux de dépendance des personnes âgées

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentages et contributions en points de pourcentage ; échelle de droite : en pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La ligne bleue continue indique la variation annuelle attendue en pourcentages de la population totale dans les projections EUROPOP 2025, tandis que les barres représentent les contributions en points de pourcentage des différentes cohortes d'âge. La ligne bleue pointillée indique le taux de dépendance des personnes âgées, défini comme la proportion de personnes âgées de 65 ans ou plus par rapport à la population en âge de travailler.

1 Cf. Commission européenne (2026).

2 La population en âge de travailler comprend communément les personnes âgées de 15 à 74 ans. Néanmoins, aux fins de l'analyse économique et budgétaire de l'évolution démographique, le groupe d'âge des 15-64 ans est plus pertinent.

Après 2050, la baisse de la population devrait se poursuivre globalement au même taux et dans la même composition qu'attendu pour 2050. Cette baisse, qui suit un taux de croissance moyen d'environ – 0,2 % par an, résulte principalement d'une réduction de la population en âge de travailler. Elle donne lieu à une hausse du taux de dépendance des personnes âgées, qui devrait passer de 35 % en 2025 à 51 % en 2050 et 62 % en 2100 [3]. Autrement dit, on compte aujourd'hui un peu moins de trois personnes en âge de travailler pour chaque personne âgée ; ce chiffre reculera à environ deux personnes en âge de travailler pour chaque personne âgée en 2050, et se situera bien en deçà en 2100.

Les projections de population pour les deux prochaines décennies ont été révisées à la hausse pour tenir compte de flux migratoires plus importants (graphique B). Les flux d'immigration nette vers la zone euro sur la période 2022-2024 ont été beaucoup plus élevés qu'anticipé dans les précédentes projections EUROPOP, publiées en 2023. Cette évolution reflète une immigration économique plus forte et le fait que la guerre menée par la Russie en Ukraine dure plus longtemps qu'attendu. Pour la période allant de 2022 à 2050, l'immigration nette moyenne a été révisée à la hausse, de 1,2 million de personnes par an à près de 1,4 million de personnes par an. L'Espagne représente plus de la moitié de cette révision, le pays devant recevoir un tiers de la migration entrante nette attendue dans la zone euro. Selon les tendances passées, 77 % des migrants devraient être en âge de travailler, et 20 % supplémentaires sont des personnes de moins de 15 ans, donc susceptibles de rejoindre la population active à l'avenir, stimulant la croissance économique potentielle [4]. Toutefois, ces projections sont entourées d'une grande incertitude, et impliquent un ratio migration nette/population bien plus élevé que la moyenne historique à long terme. De plus, la migration entrante attendue est concentrée dans des pays tels que l'Espagne, où les flux migratoires fluctuent considérablement en fonction du cycle conjoncturel et peuvent s'inverser rapidement.

---

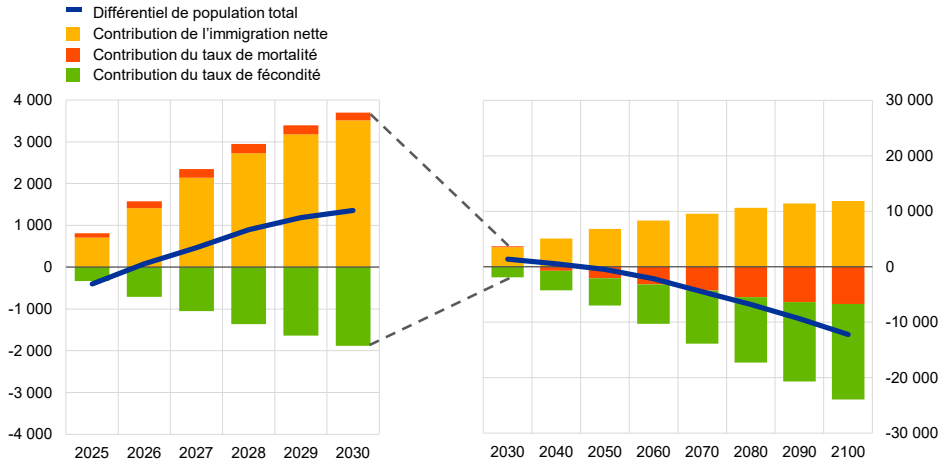
[3] La baisse attendue de la population agrégée masque une forte hétérogénéité entre les pays. La population devrait s'accroître entre 2025 et 2100 dans sept pays de la zone euro, notamment au Luxembourg (+ 36,4 %) et Malte (+ 26,0 %). Parmi les 14 pays pour lesquels une baisse de la population est attendue sur cette période, la Lettonie (– 34 %), la Lituanie (– 33,4 %) et la Grèce (– 30,1 %) sont particulièrement concernées.

[4] Comme discuté dans Arce *et al.* (2026), la migration a généralement contribué, ces dernières années, à une hausse de la main-d'œuvre dans la zone euro et à un renforcement de la croissance. Cf. également Consolo *et al.* (2026).

Graphique B

Révisions des perspectives relatives à la population de la zone euro par rapport aux projections EUROPOP 2023

(différence en termes absolus, en milliers de personnes)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Les révisions sont calculées comme la différence entre les projections démographiques EUROPOP 2025 et EUROPOP 2023 pour l'évolution des niveaux de population par rapport au 1er janvier 2025. La partie gauche montre la différence annuelle entre les deux ensembles de projections jusqu'en 2030, et la partie droite présente les différences décennie par décennie. La ligne bleue indique les révisions des effectifs de population au 1er janvier, comprenant une erreur de projection d'environ – 400 000 pour le 1er janvier 2025, tandis que les barres empilées correspondent aux révisions des évolutions de la population jusqu'à l'année concernée incluse.

La population de la zone euro à long terme a été révisée à la baisse par rapport aux précédentes projections EUROPOP, en raison de taux de fécondité significativement plus faibles. Dans les projections EUROPOP 2023, l'estimation du taux de fécondité total reposait sur l'hypothèse d'une baisse temporaire liée à la pandémie, mais les dernières données font état d'un déclin plus durable. Le taux de fécondité total dans la zone euro s'est établi à 1,33 enfant par femme en 2024, et devrait continuer à reculer jusqu'en 2026. Comme dans les précédentes éditions, les projections EUROPOP 2025 prévoient un redressement du taux de fécondité sur l'horizon de projection, bien qu'à un niveau plus bas. Cette révision à la baisse repose sur des hypothèses de convergence entre pays [5]. Elle s'explique également par plusieurs facteurs socioéconomiques pesant sur la fécondité à travers le monde, dont certains pourraient ne pas s'inverser dans un avenir proche. Parmi ces facteurs, les niveaux plus élevés d'éducation et d'indépendance économique des femmes (Kim, 2026), les pénuries de logements (Li, 2024) et les divergences politiques entre les jeunes hommes et les jeunes femmes (Milosav *et al*., 2026) sont susceptibles de compliquer la recherche d'un ou d'une partenaire compatible.

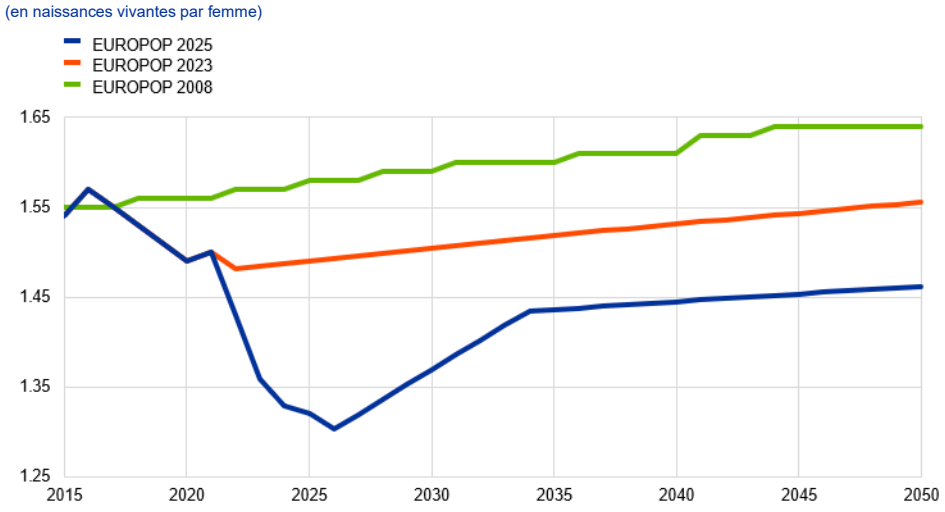
La révision la plus récente du taux de fécondité est la plus importante depuis les premières projections EUROPOP en 2008 (graphique C). La Commission européenne a progressivement révisé à la baisse les taux de fécondité dans les différentes éditions des projections EUROPOP. Toutefois, la révision du taux de fécondité par rapport aux projections EUROPOP 2023 atteint le niveau de l'ensemble des les révisions précédentes combinées depuis 2008 – année de la

[5] Le déclin du taux de fécondité en 2025 et 2026 s'appuie sur le nombre de naissances vivantes pour le premier semestre 2025.

première publication des projections de population sous leur format actuel. Par rapport à 2008, 13 millions d'enfants en moins sont nés ou devraient naître sur la période 2020-2050. La révision à la baisse par rapport aux projections EUROPOP 2023 a également été notable, à – 5,7 millions. Conjuguée à la révision à la hausse modérée des taux de mortalité, qui n'avaient pas encore pleinement retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie en 2024, cette évolution compense intégralement l'augmentation de l'immigration nette d'ici 2050. Au cours de la seconde moitié du siècle, malgré une poursuite supposée du redressement du taux de fécondité, qui passerait de 1,46 enfant par femme en 2050 à 1,53 en 2100, le déclin démographique est plus marqué que dans les projections EUROPOP 2023, la population en 2100 devant être inférieure de 12 millions d'habitants. Les pays contribuant le plus largement à cette baisse sont l'Allemagne (– 9,4 millions) et l'Italie (– 5,4 millions). Elle n'est que partiellement compensée par l'Espagne (+ 4,6 millions), dont la population devrait être plus importante que celle de l'Italie en 2100. Si les révisions baissières les plus marquées concernent le groupe des 0-14 ans, la population en âge de travailler en 2100 devrait également diminuer de 7 millions de personnes par rapport aux projections EUROPOP 2023. À 175 millions, elle sera beaucoup plus basse que le niveau actuel de 228 millions. Cependant, si de futures réformes des systèmes de retraite entraînent un taux d'activité plus élevé, cette baisse pourrait peser moins fortement sur la composante de la croissance potentielle.

Graphique C

Projections des taux de fécondité dans la zone euro d'après différentes éditions des projections EUROPOP



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Le taux de fécondité est défini comme le nombre moyen d'enfants auxquels une femme donne naissance au cours de sa vie.

Les dernières prévisions démographiques suggèrent, dans un premier temps, une atténuation des tensions exercées par le vieillissement de la population sur les finances publiques, avant une intensification à plus long terme. Le rapport 2024 de la Commission européenne sur le vieillissement de la population montre que les dépenses liées à l'âge (dépenses publiques de retraite, de santé, de soins de longue durée et d'éducation) dans la zone euro devraient augmenter

de 1,3 point de pourcentage dans le scénario de base, pour atteindre 26,4 % du PIB en 2050. La hausse s'explique principalement par une augmentation des coûts des retraites et des soins de long terme, et dans une moindre mesure, des coûts de santé. Les dépenses d'éducation devraient baisser compte tenu du faible taux de fécondité. D'après les projections EUROPOP 2025, les prévisions démographiques plus positives jusqu'à 2050 environ, portées par une immigration nette plus importante, devraient entraîner un taux de dépendance des personnes âgées plus faible par rapport aux projections EUROPOP 2023. Cela réduira en partie les pressions relatives au financement des dépenses liées au vieillissement, jusqu'au départ en retraite de cette population immigrée. Toutefois, la persistance de l'immigration nette est soumise à une grande incertitude, la résolution des conflits, par exemple, pouvant mener à une inversion de certains de ces flux. Dans le même temps, les faibles taux de fécondité, une dimension davantage structurelle par nature que l'évolution de l'immigration nette, font baisser la population. Ce dernier facteur se traduit par l'entrée de cohortes réduites sur le marché du travail, ce qui relève ensuite le taux de dépendance des personnes âgées et les tensions associées liées au financement des systèmes de retraite. Ainsi, les évolutions plus positives de la population par rapport aux projections EUROPOP 2023 pour la période allant jusqu'à 2050 ne devraient pas masquer la nécessité de réformes des systèmes de retraite.

Dans l'ensemble, la baisse et le vieillissement de la population continuent de représenter des défis considérables pour l'économie de la zone euro. Les réformes des marchés du travail et des régimes de retraite devraient avoir pour objectif d'accroître le taux d'activité. Une hausse des dépenses liées à l'âge et une baisse de l'assiette fiscale au sein de la population en âge de travailler pourraient accentuer les tensions sur les finances publiques [6]. En particulier, les pays qui présentent déjà des finances publiques vulnérables devraient s'abstenir de revenir sur les réformes passées des régimes de retraite qui ont contribué à en améliorer la soutenabilité. Reconstituer des réserves budgétaires, amoindries lors de la pandémie et des crises énergétiques, et encourager des finances publiques orientées vers la croissance pourraient simplifier la gestion des coûts croissants liés au vieillissement de la population.

Bibliographie

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

Bodnár (K.) et Nerlich (C.) (2022), « *The macroeconomic and fiscal impact of population ageing* », *Occasional Paper Series*, nº 296, BCE, juin.

Consolo (A.), Dias da Silva (A.), Furbach (N.) et Gomez-Salvador (R.) (2026), « Les déterminants de la population active dans la zone euro », *Bulletin économique*, nº 3, BCE.

[6] Cf. également Bodnár et Nerlich (2022).

Commission européenne (2024), « *2024 Ageing Report - Economic & budgetary projections for the EU Member States (2022-2070)* », *Institutional Paper*, nº 279, avril.

Commission européenne (2026), « *Population projections in the EU* ».

Kim (J.) (2023), « *Female education and its impact on fertility* », IZA World of Labor.

Li (W.) (2024), « *Do surging house prices discourage fertility? Global evidence, 1870-2012* », *Labour Economics*, vol. 90, octobre.

Milosav (Đ.), Dickson (Z.), Hobolt (S.B.), Klüver (H.), Kuhn (T.) et Rodon (T) (2026), « *The youth gender gap in support for the far right* », *Journal of European Public Policy*, vol. 33, n° 2, p. 444-468.

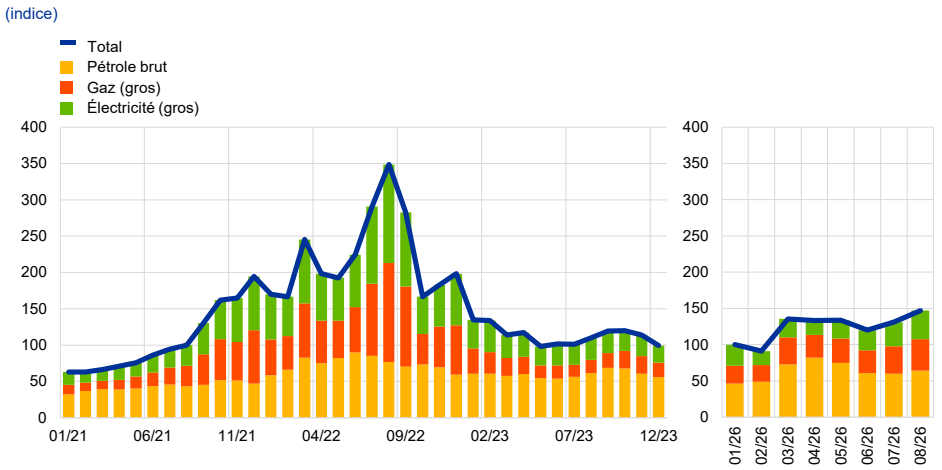
4 Le parcours inégal des prix de gros du gaz et de l'électricité jusqu'aux factures des consommateurs

Friderike Kuik, Eliza Lis et Johannes Schäfer

La forte hausse des prix de l'énergie au premier semestre 2026 rappelle le choc sur les prix de l'énergie de 2021-2022, mais la nature du choc de 2026 diffère à plusieurs égards. Jusqu'à présent, le choc sur les prix de l'énergie de 2026 a été d'une ampleur moindre, avec des hausses plus limitées des prix de gros du gaz et de l'électricité que lors de la dernière crise énergétique (graphique A) [1]. L'impact des prix de gros du gaz sur les prix de gros de l'électricité – qui est généralement marqué, les prix du gaz étant le déterminant marginal des prix de l'électricité – a été atténué par une évolution vers une production d'électricité à partir de sources d'énergie renouvelables. En outre, la manière dont les prix de gros du gaz et de l'électricité se transmettent aux prix de détail a évolué. Cet encadré examine comment les variations des prix de gros du gaz se répercutent sur les consommateurs, en se concentrant sur leur impact sur les prix de gros de l'électricité ainsi que sur la fixation des prix de détail du gaz et de l'électricité [2].

Graphique A

Indice du coût total de l'énergie pour la zone euro



Sources : LSEG, Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Les prix de gros du gaz se rapportent aux prix du gaz TTF néerlandais. Les prix du pétrole brut (en euros par baril), les prix de gros du gaz (en euros par MWh) et les prix de gros de l'électricité (en euros par MWh) sont indexés sur août 2021 = 100 et janvier 2026 = 100, puis agrégés. Les poids d'agrégation de l'indice du coût total de l'énergie sont fondés sur la contribution respective du pétrole, du gaz et de l'électricité à la consommation finale d'énergie de l'UE, sur la base des données disponibles jusqu'en 2024 inclus, et sont maintenus à un niveau fixe par la suite. Les dernières observations se rapportent à août 2026.

Les tensions sur les prix de l'électricité ont été plus faibles en 2026 qu'en 2021-2022, en partie en raison d'une plus grande part d'électricité produite à partir de sources d'énergie renouvelables. En 2021-2022, les

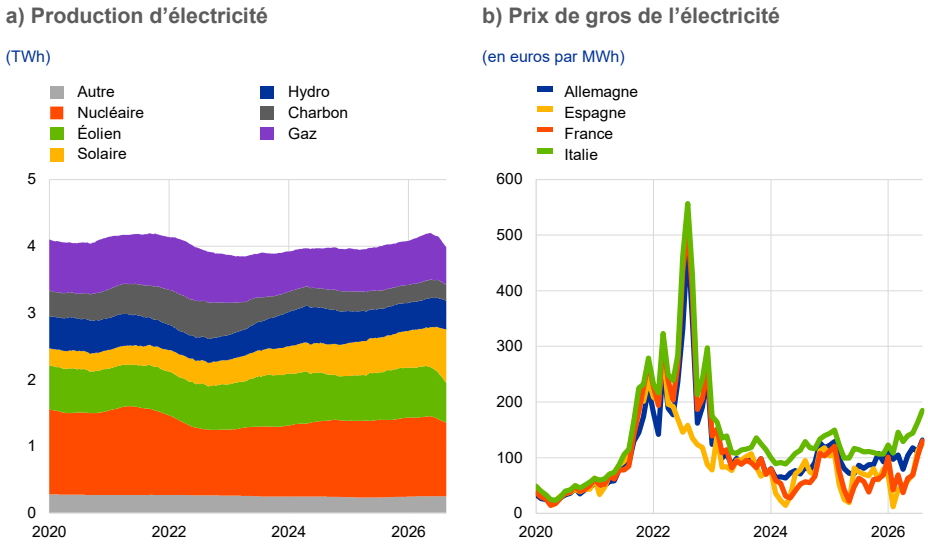
[1] Cf. également Banque centrale européenne (2026) et Demuth *et al.* (2026).

[2] Pour une analyse de la transmission des prix du pétrole brut aux prix à la consommation des carburants, cf. Kuik *et al.* (2026).

sécheresses avaient réduit la production hydroélectrique et un grand nombre de centrales nucléaires françaises étaient en maintenance. Cela a entraîné une forte dépendance vis-à-vis du gaz pour la production d'électricité dans toute l'Europe, à un moment où l'approvisionnement en gaz était fortement réduit à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine (graphique B, partie a) [3]. Jusqu'à présent en 2026, les tensions sur le marché du gaz ont été relativement faibles [4]. En outre, de nombreux pays ont augmenté leur production d'électricité bas carbone, en particulier via les sources d'énergie renouvelables (graphique B, partie a). En conséquence, les prix de gros de l'électricité ont enregistré une hausse plus modeste en 2026 qu'en 2021-2022. Ils ont également divergé entre les marchés européens depuis le choc sur les prix de l'énergie de 2021-2022 (graphique B, partie b).

Graphique B

Production agrégée d'électricité et prix de gros de l'électricité dans les pays de la zone euro



Sources : Réseau européen des gestionnaires de réseaux de transport d'électricité, LSEG et calculs de la BCE.
Notes : Dans la partie a), les données sont basées sur une moyenne mobile centrée sur 365 jours de la somme de la production quotidienne d'électricité en Allemagne, en Espagne, en France et en Italie. « Autre » comprend l'électricité produite à partir de différentes sources plus modestes, incluant la biomasse, l'énergie géothermique, d'autres sources d'énergie renouvelables, le pétrole, le schiste bitumineux, la tourbe et les déchets. Dans la partie b), les données sont fondées sur des moyennes mensuelles. Les dernières observations se rapportent au 20 août 2026 pour la partie a), et à août 2026 pour la partie b).

L'effet de la hausse de la part de l'électricité produite à partir de sources d'énergie renouvelables sur les prix de gros de l'électricité est négatif, non linéaire et inégal selon les pays (graphique C). Dans le même temps, la capacité de production maximale et la production effective d'électricité renouvelable varient considérablement d'un pays à l'autre [5]. Conjugués, ces facteurs peuvent entraîner des évolutions inégales des prix. En Espagne, où la part d'électricité produite à partir de sources d'énergie renouvelables est la plus élevée, le nombre d'heures pendant

[3] Kuik *et al.* (2022).

[4] Demuth *et al.* (2026).

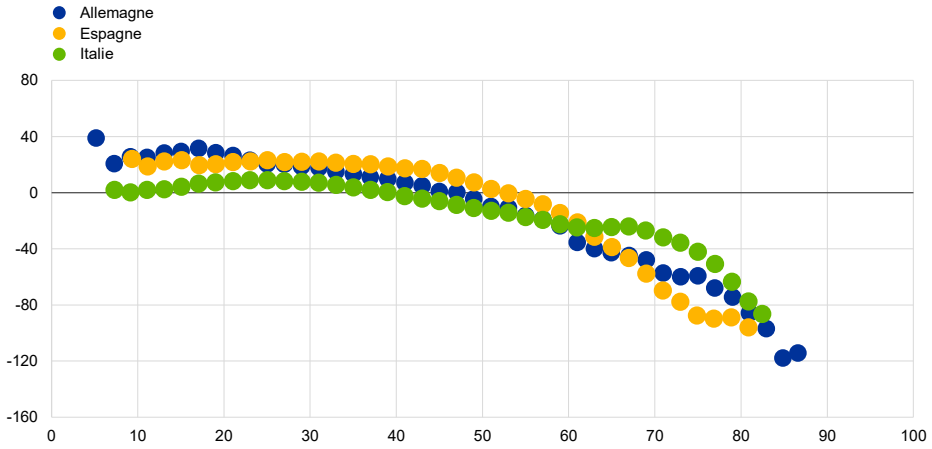
[5] Cf. Commission européenne (2026). Pour une explication des considérations plus larges en matière de politiques publiques en vue d'atteindre les objectifs de l'UE en matière de sécurité énergétique et de neutralité climatique, cf. Grynberg *et al.* (2026).

lesquelles les prix de l'électricité sont déterminés par les prix du gaz est systématiquement plus faible et a fortement diminué au fil des ans (graphique D). Des évolutions similaires sont observées en France, où l'énergie nucléaire domine souvent le mix électrique et la fixation des prix. En revanche, en Italie, les prix de l'électricité sont encore fréquemment déterminés par les prix du gaz.

Graphique C

Prix de gros de l'électricité et production d'électricité renouvelable

(axe des abscisses : part en pourcentage de la production d'électricité renouvelable, axe des ordonnées : écart en pourcentage par rapport au prix attendu)

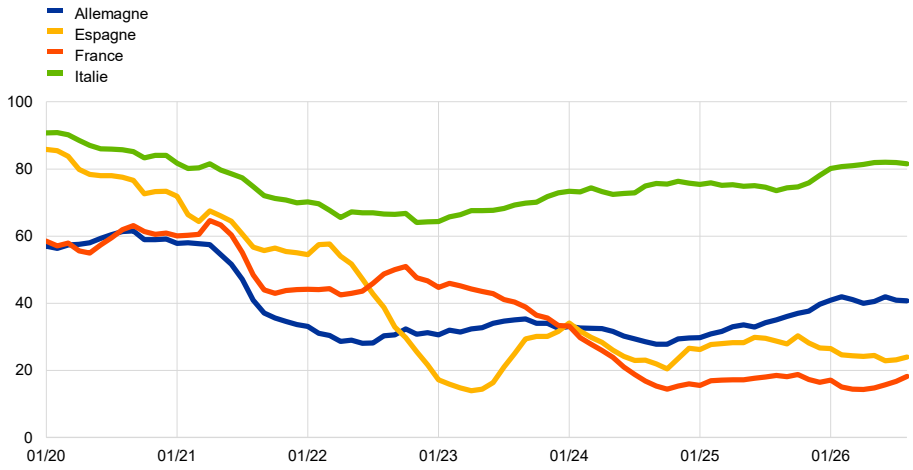


Sources : Réseau européen des gestionnaires de réseaux de transport d'électricité, LSEG et calculs de la BCE.
Notes : D'après Quintana (2024), les prix de gros de l'électricité sur le marché journalier (*day-ahead*) sont régressés sur les prix du gaz naturel et des quotas au titre du système d'échange de quotas d'émission de l'UE. Les résidus de la régression rendent compte de l'écart par rapport au prix attendu lorsque le gaz est le déterminant marginal des prix, reflétant principalement le rôle des technologies autres que le gaz en tant que déterminant marginal des prix. Les résidus sont agrégés en classes de 2 points de pourcentage de la part correspondante d'énergies renouvelables. La France est exclue en raison du rôle extrêmement important de l'énergie nucléaire, tant pour sa part dans la production d'électricité que pour la fixation des prix. Les données portent sur la période à partir de 2015. Les dernières observations se rapportent à juillet 2026. Les données relatives à la période de juin 2022 à février 2023 sont exclues pour l'Espagne en raison de la mise en œuvre de l'« exception ibérique », une mesure visant à découpler les prix de gros de l'électricité des prix du gaz.

Graphique D

Heures pendant lesquelles le gaz détermine le prix de l'électricité

(part moyenne en pourcentage des heures au cours d'un mois, moyenne mobile centrée sur 12 mois)



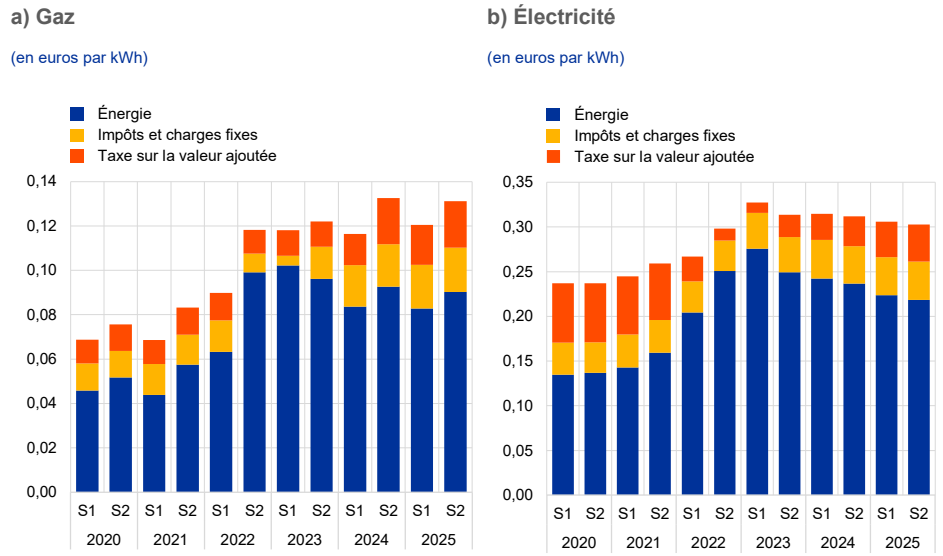
Sources : Réseau européen des gestionnaires de réseaux de transport d'électricité, LSEG et calculs de la BCE.
Notes : Le prix de l'électricité au cours d'une heure donnée est considéré comme déterminé par le prix du gaz si le prix de gros de l'électricité à l'heure est égal ou supérieur au coût marginal à court terme de l'électricité produite à partir du gaz. Ce coût de l'électricité produite à partir du gaz est calculé sur la base du prix de gros quotidien du gaz et du prix quotidien au titre du système d'échange de quotas d'émission de l'UE, en supposant une consommation de 2 MWh de gaz pour 1 MWh d'électricité produite et un facteur d'émission de 0,4 tonne de CO_2 par MWh d'électricité produite à partir du gaz. Les dernières observations se rapportent à août 2026.

La transmission des prix de gros du gaz et de l'électricité au renchérissement du gaz et de l'électricité, mesuré par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), dépend des mécanismes de fixation des prix de détail et de la composition des prix. Les prix de détail peuvent être réglementés ou fondés sur le marché, et être ajustés de façon flexible ou à intervalles fixes dans les deux secteurs. La transmission est plus rapide lorsque les prix sont fondés sur le marché et ajustés de façon flexible. Les taxes et les charges, qui évoluent relativement lentement, freinent la transmission des variations des prix de gros de l'énergie à la hausse des prix du gaz et de l'électricité mesurée par l'IPCH. En 2025, les taxes et charges représentaient en moyenne 31 % des prix du gaz et 27 % des prix de l'électricité dans la zone euro (graphique E) [6]. La vigueur de la transmission peut également dépendre de la durée de la flambée des prix de l'énergie. Par exemple, dans les pays où les fournisseurs d'énergie achètent de l'électricité et du gaz plusieurs années à l'avance sur le marché à terme et proposent des contrats à long terme à leurs clients, une hausse de courte durée des prix de gros peut n'avoir qu'un impact limité sur les consommateurs.

[6] La compilation des indices des prix du gaz et de l'électricité de l'IPCH joue également un rôle dans la rapidité et l'intensité avec lesquelles les variations des prix de détail sont visibles dans l'IPCH. Jusqu'en 2023, certains pays ne prenaient en compte qu'une partie de leurs contrats existants dans l'IPCH (par exemple, uniquement les nouveaux contrats), ce qui faisait que l'IPCH n'était pas pleinement représentatif des coûts effectivement supportés par les ménages en période de fortes fluctuations des prix de gros. Cette méthodologie a désormais été ajustée afin d'assurer une couverture représentative des différents types de contrats.

Graphique E

Composition des prix de détail dans la zone euro

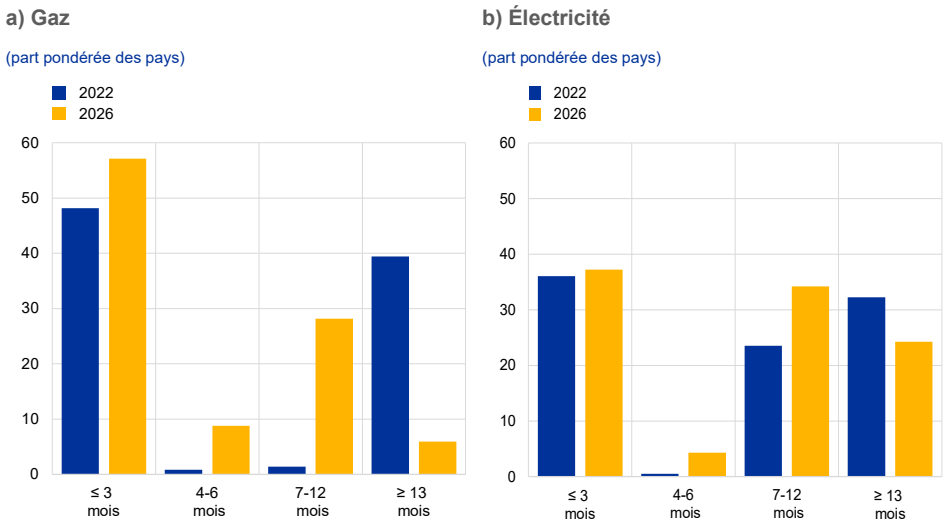


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Les prix de détail indiqués s'appliquent aux consommateurs dont la consommation se situe dans les fourchettes médianes comprises entre 20 et 199 GJ pour le gaz et entre 2 000 et 4 999 kWh pour l'électricité. Les données agrégées pour les pays de la zone euro sont fondées sur les pondérations de l'IPCH en utilisant la contribution de chaque pays au gaz et à l'électricité de la zone euro.

La transmission des prix de gros aux prix de détail s'est accélérée pour le gaz dans l'ensemble, mais le profil général d'une transmission différée et inégale demeure tant pour les prix du gaz que pour ceux de l'électricité (graphique F). Dans plusieurs pays de la zone euro, les marchés de détail de l'électricité et du gaz ont été de plus en plus libéralisés. Les nouveaux types de contrats ont tendance à raccourcir la durée des contrats à prix fixe ou à introduire des tarifs plus flexibles. Ces tarifs sont souvent plus étroitement liés aux prix de gros, ce qui accroît la fréquence des variations des prix de détail. Selon une enquête menée en 2026 auprès des banques centrales nationales de l'Eurosystème, les variations des prix de gros du gaz devraient se répercuter sur la hausse des prix du gaz mesurée par l'IPCH dans un délai de 1 à 3 mois dans plus de la moitié de la zone euro, 4 à 6 mois dans environ un dixième de la zone euro et 7 à 12 mois dans environ un tiers de la zone euro – des délais plus longs que ceux observés en 2022. Il convient de noter que la part des pays faisant état d'une transmission lente, dans un délai de 13 à 24 mois, a diminué pour revenir d'environ 40 % à environ 5 % depuis 2022. Le délai de transmission des prix de l'électricité affiche une distribution plus large (allant de moins d'un mois à deux ans) et reste estimé à un niveau à peu près identique à celui de 2022.

Graphique F

Transmission des variations des prix de gros à la hausse des prix du gaz et de l'électricité mesurée par l'IPCH dans les pays de la zone euro



Source : BCE.
Notes : Sur la base d'une enquête menée auprès des banques centrales nationales de l'Eurosystème. Les réponses sont pondérées par la contribution de chaque pays à la hausse des prix du gaz et de l'électricité mesurée par l'IPCH.

Plusieurs caractéristiques structurelles ont évolué depuis le choc sur les prix de l'énergie de 2021-2022 et ont modifié la transmission des prix de gros du gaz aux factures des consommateurs. La part croissante des sources d'énergie renouvelables dans la production d'électricité a affaibli le lien mécanique entre les prix de gros du gaz et ceux de l'électricité. La répercussion des variations des prix de gros sur la hausse des prix du gaz mesurée par l'IPCH s'est accélérée. Parallèlement aux améliorations apportées aux indices des prix du gaz et de l'électricité de l'IPCH, qui représentent mieux les coûts supportés par les consommateurs, ces évolutions suggèrent que les variations des prix de gros du gaz pourraient se répercuter sur la hausse des prix du gaz mesurée par l'IPCH un peu plus rapidement que par le passé, mais de manière moins marquée pour la hausse des prix de l'électricité mesurée par l'IPCH, des disparités entre pays subsistant dans les deux cas. L'offre et la demande d'énergie continuent d'être affectées par le conflit au Moyen-Orient, mais ont également été touchées par les phénomènes météorologiques extrêmes survenus cet été. Cela implique que la dynamique des prix de gros de l'énergie doit faire l'objet d'un suivi attentif, car leur transmission aux prix à la consommation reste une source importante de volatilité à court terme pour l'inflation mesurée par l'IPCH.

Bibliographie :

Demuth (L.), Manu (A.) et Stalla-Bourdillon (A.) (2026), « *Energy shock: why oil and gas prices have rise less than expected* », *The ECB Blog*, BCE, 27 juillet.

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

Commission européenne (2026), « *EU energy markets: evolving gas-electricity price linkages in a more volatile system* », *2026 Spring Economic Forecast*, 26 mai.

Grynberg (C.), Vinci (F.) et De Sanctis (A.) (2026), « *Energy security and industrial competitiveness: the case for a European Energy Union* », *Occasional Papers Series*, n° 388, BCE.

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

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

Quintana (J.) (2024), « T*he impact of renewable energies on wholesale electricity prices* », *Bulletin économique*, n° 2024/T3, Banco de España, 4 septembre.

5 L'évolution des conditions financières dans la zone euro et aux États-Unis selon l'ICF macro-financier

Tilman Bletzinger, Giulia Martorana et Jakub Mistak

Les variations des anticipations des marchés relatives à l'orientation de la politique monétaire américaine peuvent influencer les conditions financières mondiales, notamment par le biais de répercussions sur la zone euro. Les anticipations des marchés relatives aux taux d'intérêt directeurs aux États-Unis ont été significativement révisées dans les deux sens au cours de l'été, dans un contexte de risques géopolitiques accrus et de perspectives économiques incertaines. Compte tenu de la persistance des risques et de l'incertitude, les trajectoires des taux directeurs aux États-Unis et dans d'autres économies avancées restent soumises à de nouvelles réévaluations. Pour les États-Unis, il est peu probable que l'impact de ces réévaluations de la politique monétaire se limite à l'économie domestique : un large corpus de littérature empirique montre que les chocs de politique monétaire aux États-Unis se transmettent fortement aux conditions financières de la zone euro [1].

Pour apporter un éclairage sur ces retombées, cet encadré étend aux États-Unis l'indice des conditions financières (ICF) macro-financier, initialement développé pour la zone euro. Ce cadre présente plusieurs caractéristiques qui s'appliquent au cas des États-Unis [2]. L'ICF est estimé à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR) afin de synthétiser les informations contenues dans un ensemble de prix financiers en un indice unique pertinent pour la dynamique macroéconomique [3]. Il intègre des variables financières avec une transformation minimale et est exprimé en unités et selon une échelle comparables à celles d'un taux directeur. La spécification américaine combine le taux effectif des fonds fédéraux, le rendement des bons du Trésor à dix ans, le taux réel des bons du Trésor anticipé à deux ans dans un an et le taux réel au comptant des bons du Trésor à cinq ans, les *spreads* hypothécaires et les écarts de rendement des obligations d'entreprises par rapport aux bons du Trésor, le ratio cours/bénéfices des actions corrigé du cycle (CAPE) et le taux de change effectif nominal du Dollar américain.

Les coefficients estimés indiquent un rôle prépondérant des taux d'intérêt, ainsi que des contributions plus faibles des *spreads* de crédit et des valorisations des actions (graphique A, partie a). Le taux effectif des fonds fédéraux affiche le coefficient le plus élevé (0,63), suivi des deux taux réels (environ 0,45 chacun) et du rendement des bons du Trésor à dix ans (environ 0,40).

---

1 Cf., par exemple, Ca' Zorzi *et al.* (2023).

2 Pour plus de détails sur la méthodologie et une spécification pour la zone euro, cf. Bletzinger *et al.* (2026).

3 L'ICF est estimé conjointement avec le modèle VAR sur la base de données mensuelles allant de janvier 1999 à décembre 2025. L'inflation correspond à l'écart entre l'inflation annuelle mesurée par l'indice relatif aux dépenses de consommation personnelles (PCE) et la cible d'inflation de 2 % de la Réserve fédérale, tandis que la production économique correspond à son écart par rapport la production potentielle.

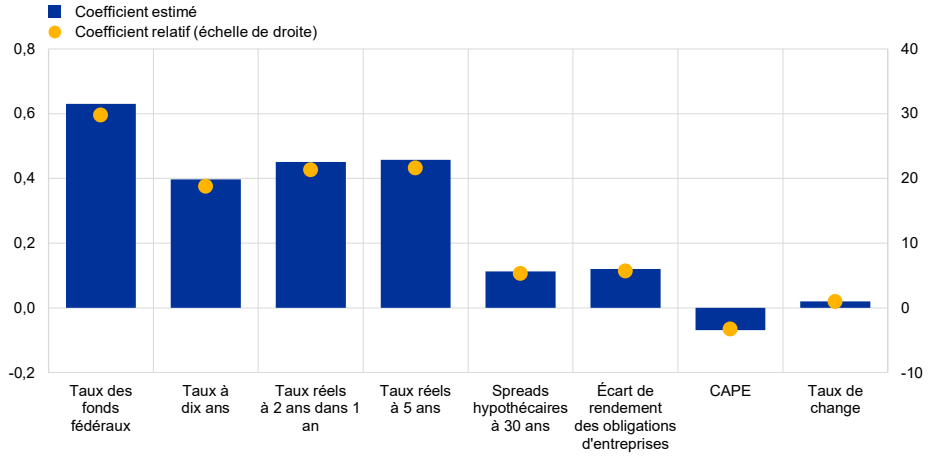
Les *spreads* hypothécaires et les écarts de rendement des obligations d'entreprises sont introduits avec des coefficients plus faibles (de 0,11 environ chacun), rendant compte des primes de risque et des coûts d'emprunt pour les ménages et les entreprises. Le ratio CAPE présente un coefficient négatif, ce qui est cohérent avec des valorisations plus élevées des actions impliquant un assouplissement des conditions financières. Le taux de change du dollar se voit attribuer la plus faible pondération positive, reflétant l'ouverture commerciale relativement faible de l'économie américaine et le rôle du dollar américain en tant que monnaie mondiale [4].

[4] Comme dans la version de l'ICF macro-financier pour la zone euro, les coefficients sont normalisés de sorte que la somme de leurs carrés soit égale à 1.

Graphique A
L'ICF macro-financier américain

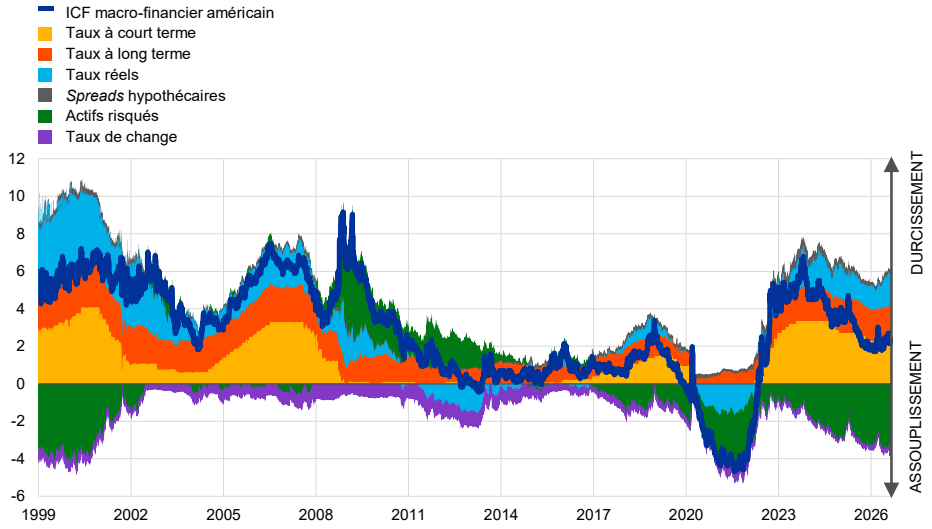
a) Coefficients ICF

(coefficient)



b) L'ICF macro-financier américain et sa décomposition

(indice)



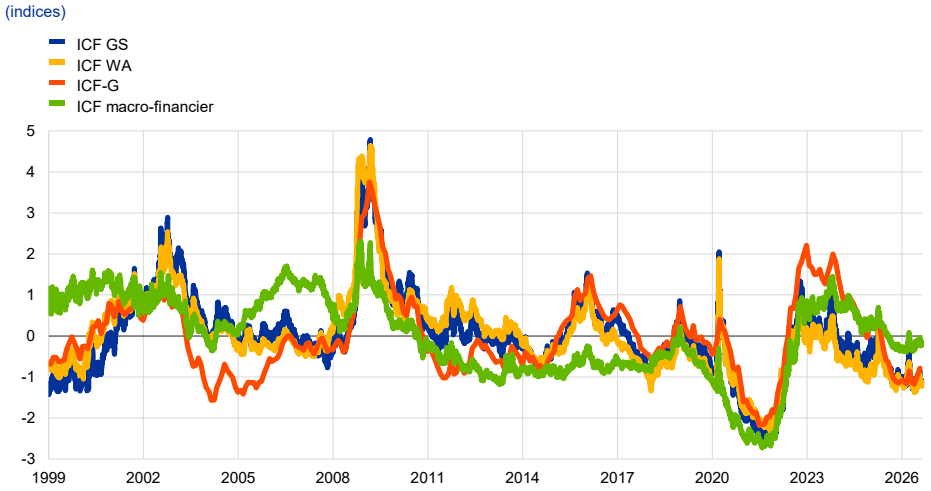
Sources : LSEG, Haver Analytics et calculs des services de la BCE.
Notes : Dans la partie a), les barres bleues représentent les coefficients estimés des variables entrant dans l'indice macrofinancier des États-Unis ; les marqueurs jaunes représentent les mêmes coefficients normalisés pour obtenir une somme de 100. Dans la partie b), l'indice est décomposé en « taux à court terme » (taux effectif des fonds fédéraux), « taux à long terme » (rendement des bons du Trésor à dix ans), « taux réels » (taux réel des bons du Trésor anticipé à deux ans dans un an et taux réel au comptant des bons du Trésor à cinq ans), « *spreads* hypothécaires » (taux hypothécaire à 30 ans moins rendement des bons du Trésor à 30 ans), « actifs risqués » (écart de rendement des obligations d'entreprises notées A sur le rendement des bons du Trésor à dix ans et le ratio CAPE) et « taux de change » (taux de change effectif nominal du dollar américain). Les dernières observations se rapportent au 28 août 2026.

L'ICF macro-financier retrace les principaux épisodes économiques et financiers survenus aux États-Unis depuis 1999 (graphique A, partie b). L'indice fait état d'un durcissement persistant durant le cycle de relèvement des taux d'intérêt du Système fédéral de réserve de 1999-2001 et a atteint son point haut historique durant la crise financière mondiale, avec un durcissement lié aux actifs risqués. Il est resté stable sur la période 2010-2014, le taux des fonds fédéraux se situant près du plancher effectif, et est tombé à son plus bas niveau en août 2021 à la suite de

l'assouplissement de la politique monétaire lié à la pandémie de COVID-19. Sur l'ensemble de l'échantillon, le durcissement le plus prononcé a été observé lors du cycle de relèvement des taux en 2022-2024. Les conditions financières se sont ensuite assouplies tout au long de l'année 2025, lorsque la Réserve fédérale a commencé à réduire ses taux, avant de se durcir à la suite du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. L'indice présente globalement un co-mouvement avec les indices de référence américains établis, en particulier lors des épisodes de tensions sur les marchés financiers, même s'il diverge parfois en raison de la plus forte dépendance des indices de référence aux prix des actions (graphique B) [5].

Graphique B

L'ICF macro-financier américain et les autres ICF américains



Sources : LSEG, Haver Analytics et calculs des services de la BCE.
Notes : « ICF GS » est l'ICF de Goldman Sachs, « ICF WA » l'ICF moyen pondéré et « ICF-G » l'impulsion des conditions financières sur la croissance. Tous les ICF sont normalisés en utilisant des scores z. La dernière observation pour l'ICF-G se rapporte à juillet 2026. Pour tous les autres, la dernière observation se rapporte au 28 août 2026.

Les ICF macro-financiers des États-Unis et de la zone euro affichent une dynamique globalement synchronisée, la corrélation entre les conditions financières aux États-Unis et dans la zone euro s'expliquant principalement par les actifs risqués. Le graphique C présente les deux indices en termes d'écarts par rapport à leurs moyennes inconditionnelles induites par le modèle, de sorte que zéro correspond aux conditions financières cohérentes avec une inflation à la cible et une production à son potentiel dans les modèles VAR respectifs, ce qui rend les indices globalement comparables [6]. Le graphique D capture ce co-mouvement *via* la corrélation glissante entre les deux indices, décomposée en contributions additives des principaux canaux. La corrélation reste positive sur l'ensemble de l'échantillon et augmente pendant les épisodes de tensions mondiales, tels que la période post-crise financière mondiale et la pandémie. Les actifs risqués constituent le principal canal reliant les deux indices, tandis que les taux réels et les taux à long terme apportent des contributions positives plus faibles mais persistantes, en particulier

[5] Cf. Hatzius *et al*. (2025). (2017), Arrigoni *et al*. (2022) et Ajello *et al*. (2023).

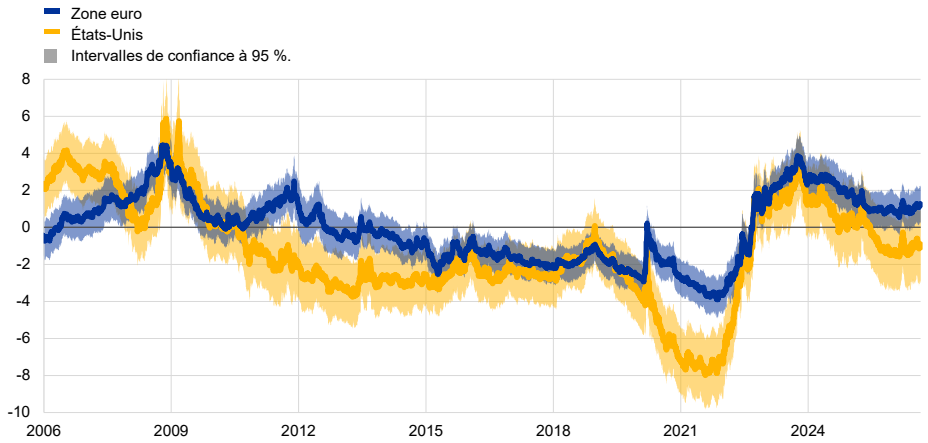
[6] La moyenne inconditionnelle implicite induite par le modèle VAR fournit un point de référence pour les conditions financières, analogue au concept d'ICF* de Caballero *et al*. (2025), sous réserve toutefois que ce point de référence demeure constant dans le temps.

entre 2022 et 2025, lorsque la Réserve fédérale et la BCE ont réagi de manière globalement similaire à un choc d'inflation commun. En revanche, le canal des changes réduit la corrélation entre les ICF des États-Unis et de la zone euro en période de divergence entre les politiques monétaires de la BCE et de la Réserve fédérale.

Graphique C

Les impasses de l'ICF macro-financier pour les États-Unis et la zone euro

(indices)

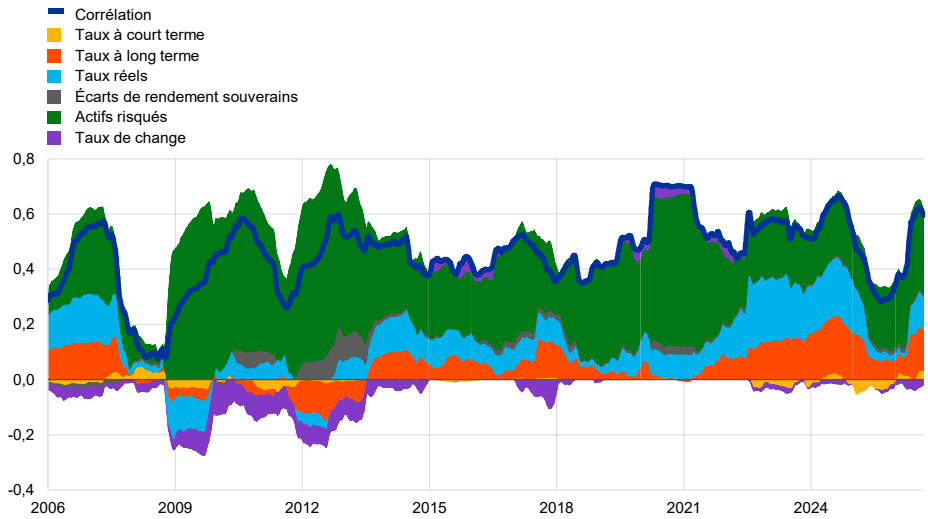


Sources : LSEG, Haver Analytics et calculs des services de la BCE.
Notes : Chaque ICF macro-financier est présenté en termes d'écart par rapport à sa moyenne inconditionnelle, qui est la valeur cohérente avec une inflation à la cible et un écart de production résorbé. Les bandes ombrées reflètent l'incertitude relative à l'estimation des paramètres. Les dernières observations se rapportent au 28 août 2026.

Graphique D

Corrélation variable dans le temps entre les conditions financières aux États-Unis et dans la zone euro, décomposée par canal

(coefficients de corrélation)



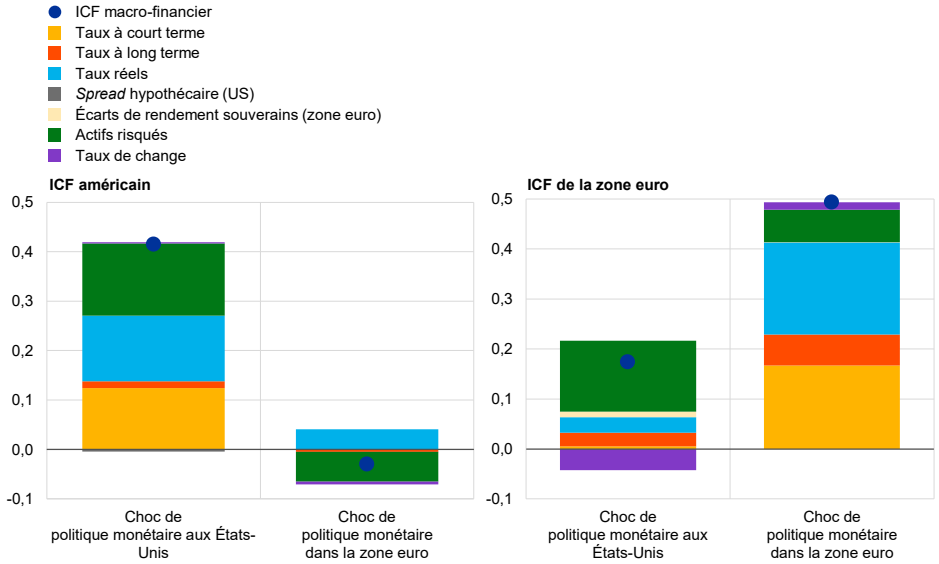
Sources : LSEG, Haver Analytics et calculs des services de la BCE.
Notes : Le graphique montre la corrélation glissante entre les variations sur cinq jours de négociation des ICF macro-financiers des États-Unis et de la zone euro, calculée sur une fenêtre glissante de 252 jours de négociation et décomposée en contributions des canaux de la zone euro, qui sont présentées sous forme de bandes colorées. L'échantillon débute le 5 janvier 2006. Les dernières observations se rapportent au 28 août 2026.

Les variations inattendues des taux directeurs américains affectent significativement les conditions financières de la zone euro, les répercussions se transmettant principalement *via* les actifs risqués. Le graphique E présente les réactions estimées à un jour des ICF des États-Unis et de la zone euro à un choc de resserrement inattendu de 25 points de base dans l'une ou l'autre juridiction [7]. Un choc lié au resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale entraîne à la fois une augmentation de l'ICF aux États-Unis et, dans une moindre mesure, de l'ICF de la zone euro, les retombées étant principalement dues à la réévaluation des actifs risqués et partiellement compensées par le canal du taux de change [8]. Un choc de resserrement de même ampleur de la politique monétaire de la BCE entraîne une hausse de l'ICF de la zone euro sur l'ensemble des taux à long terme, des taux réels et des actifs risqués, tout en n'ayant qu'un impact limité sur l'ICF américain.

Graphique E

Décomposition des réactions de l'ICF macro-financier aux chocs de politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro

(indices)



Sources : LSEG, Haver Analytics, Jarociński et Karadi (2020) et calculs des services de la BCE.
Notes : Réactions des ICF macro-financiers des États-Unis (partie gauche) et de la zone euro (partie droite) aux chocs de politique monétaire de 25 points de base de la Réserve fédérale et de la BCE, identifiées à partir des surprises à haute fréquence autour des annonces de politique monétaire respectives. Les marqueurs bleu foncé représentent la réaction de l'indice global ; les barres colorées montrent les contributions additives des différents canaux.

À plus long terme, les modifications de la trajectoire attendue des taux directeurs aux États-Unis pourraient affecter les conditions financières de la zone euro, les actifs risqués étant susceptibles de rester un canal de propagation important. Les estimations présentées dans cet encadré suggèrent

[7] Les variations quotidiennes des deux ICF macro-financiers et de leurs composantes sont régressées sur les chocs de politique monétaire de la Réserve fédérale et de la BCE identifiés à l'aide de surprises à haute fréquence autour des annonces de politique monétaire respectives, selon la méthode de Jarociński et Karadi (2020).

[8] La transmission des chocs de politique monétaire américains aux actions de la zone euro est cohérente avec les données antérieures de Grothe *et al.* (2021).

que les actifs risqués expliquent l'essentiel de la réaction des conditions financières de la zone euro aux chocs de politique monétaire aux États-Unis, de loin le canal le plus important et le plus statistiquement robuste parmi ceux considérés. Cela reflète le degré élevé d'intégration des marchés mondiaux des actions et des obligations d'entreprises et signifie que les variations de la compensation exigée pour détenir des actifs risqués américains ont tendance à se répercuter sur les actifs risqués de la zone euro, transmettant la politique monétaire américaine aux conditions financières de la zone euro. Toute réévaluation des anticipations des marchés relatives à la trajectoire des taux directeurs aux États-Unis pourrait donc être suivie d'une réévaluation généralisée des actifs risqués et de retombées sur les conditions financières de la zone euro, indépendamment de l'orientation de la politique monétaire de la BCE.

Bibliographie

Ajello (A.), Cavallo (M.), Favara (G.), Peterman (W.B.), Schindler (J.) et Sinha (N.R.) (2023), « *A New Index to Measure U.S. Financial Conditions* », *FEDS Notes*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 30 juin.

Arrigoni (S.), Bobasu (A.) et Venditti (F.) (2022), « *Measuring Financial Conditions using Equal Weights Combination* », *IMF Economic Review*, vol. 70, p. 668-697.

Bernanke (B.S.) et Kuttner (K.N.) (2005), « *What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?* », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 3, p. 1221-1257.

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

Caballero (R.J.), Caravello (T.E.) et Simsek (A.) (2026), « *FCI-star* », *NBER Working Papers*, n° 33952, National Bureau of Economic Research, révisé.

Ca' Zorzi (M.), Dedola (L.), Georgiadis (G.), Jarocinski (M.), Stracca (L.) et Strasser (G.) (2023), « *Making Waves:Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalised World* », *International Journal of Central Banking*, vol. 19, n° 2, juin, p. 95-144.

Grothe (M.), Helmersson (T.), Quint (D.) et Vassallo (D.) (2021), « *Risk of spillovers from US equity market corrections to euro area markets and financial conditions* », *Financial Stability Review*, BCE, mai.

Hatzius (J.), Stehn (S.J.), Fawcett (N.), Fishman, (K.R.) (2017), « *Our New G10 Financial Conditions Indices* », *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, 20 avril.

Jarociński (M.) et Karadi (P.) (2020), « *Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks* », *American Economic Journal*: *Macroeconomics*, vol. 12, n° 2, avril, p. 1-43.

6 Les évolutions des marchés des actions américains pendant le boom de l'IA

Magdalena Grothe, Bruno Lopes Mendes, Ana-Simona Manu et Luca Tondo

Ces dernières années, les valorisations des actions américaines ont été soutenues par la solidité des bénéfices réalisés et attendus liés au boom de l'intelligence artificielle (IA). Le « boom de l'IA » fait référence au rythme élevé d'innovation et à l'utilisation croissante des technologies d'IA depuis la diffusion publique de ChatGPT en novembre 2022, ce qui s'est traduit par des possibilités d'investissement dans de nombreux secteurs de l'économie et par une hausse rapide des valorisations des actions. Considérée à l'aide d'un modèle d'actualisation des dividendes, la hausse des valorisations des actions est susceptible d'être soutenue par trois principaux facteurs : des anticipations de bénéfices plus élevées, des taux d'actualisation plus bas et des primes de risque plus faibles [1]. Au cours des périodes de publication des résultats plus tôt cette année, de nombreuses entreprises américaines ont affiché des résultats solides, la croissance des bénéfices totaux pour les entreprises du S&P 500 enregistrant à nouveau des performances supérieures aux anticipations antérieures [2]. Les solides bénéfices ont alimenté des anticipations de nouvelles hausses des profits, à la faveur de la poursuite de l'expansion de l'investissement lié à l'IA et des anticipations de gains de productivité qui y sont associés. Une manière d'évaluer le rôle que jouent les bénéfices, les taux d'intérêt et les primes de risque dans les rendements des actions est d'appliquer un modèle d'actualisation des dividendes, qui ventile les rendements entre ces composantes-clés. La décomposition du modèle montre que les anticipations d'une hausse continue de la rentabilité des entreprises sont le principal facteur alimentant les prix des actifs risqués aux États-Unis (graphique A, partie a). Outre qu'elles soutiennent les valorisations, les anticipations de bénéfices élevés modèrent également le risque sur actions, comme le montre une décomposition des estimations extraites des instruments de marché relatives aux risques extrêmes pesant sur les prix des actions réalisée à l'aide de régressions quantiles (graphique A, partie b).

---

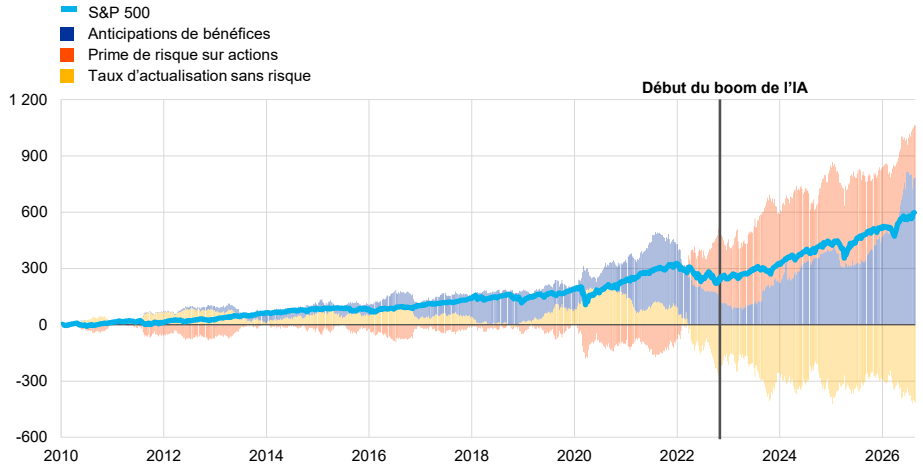
1 Pour une approche historique plus large des cycles d'expansion et de repli des marchés d'actions liés à la technologie, cf. Andersson *et al.* (2026).

2 Pour des analyses connexes relatives aux évolutions des marchés d'actions américains, à la performance solide des bénéfices, à la concentration croissante des marchés et aux risques qui y sont liés, cf. Grothe *et al.* (2024) et la *Financial Stability Review* de la BCE (2026).

Graphique A
Déterminants des prix des actions américaines

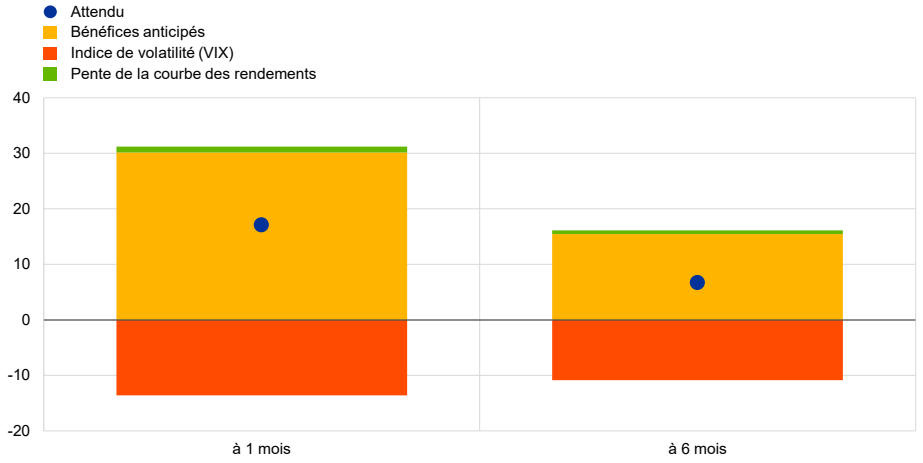
a) Décomposition des rendements du S&P 500

(variations et contributions cumulées depuis janvier 2010 en points de pourcentage)



b) Décomposition du 10e centile attendu des rendements du S&P 500

(variations en glissement annuel en pourcentage)



Sources : Bloomberg, Cboe Global Markets, LSEG, Haver Analytics et calculs des services de la BCE.
Notes : Partie a) : La décomposition est fondée sur un modèle d'actualisation des dividendes. Le modèle inclut les rachats d'actions, actualise les flux de trésorerie futurs avec des taux d'intérêt assortis d'une échéance adéquate et couvre trois horizons de croissance attendue des dividendes. Le résidu de la décomposition des rendements en anticipations de bénéfices et en facteurs d'actualisation, indiqué en rouge, peut être interprété comme la contribution de la prime de risque sur actions. Une contribution plus élevée indique une prime de risque sur actions plus faible. Des contributions positives peuvent être interprétées comme une forte appétence pour le risque, soutenant les prix des actions au-delà des contributions des anticipations de bénéfices et des taux d'actualisation. Le « début du boom de l'IA » se rapporte à fin octobre 2022. Partie b) : Les pointillés représentent le 10e centile attendu des rendements du S&P 500 en glissement annuel pour les horizons à un mois et à six mois estimés avec les régressions quantiles. Les variables du modèle sont l'écart de rendement entre les taux longs et les taux courts (10 ans-2 ans), la volatilité implicite des actions (*Cboe Volatility Index*, VIX) et la croissance des bénéfices par action anticipés à 12 mois. Les dernières observations se rapportent au 21 août 2026 (partie a), données hebdomadaires) et au 31 août 2026 (partie b).

Pendant le boom de l'IA, l'appétit pour le risque sur les marchés d'actions américains est élevé et la compensation que les investisseurs s'attendent à recevoir pour le risque sur action s'est établi à des niveaux bas. La prime de risque sur actions est une mesure commune de la compensation demandée par les investisseurs pour supporter le risque sur actions, ce qui peut être interprété comme le rendement sur actions excédentaire par rapport à des actifs sans risque. Elle peut être approximée comme la différence entre le rendement des bénéfices d'une

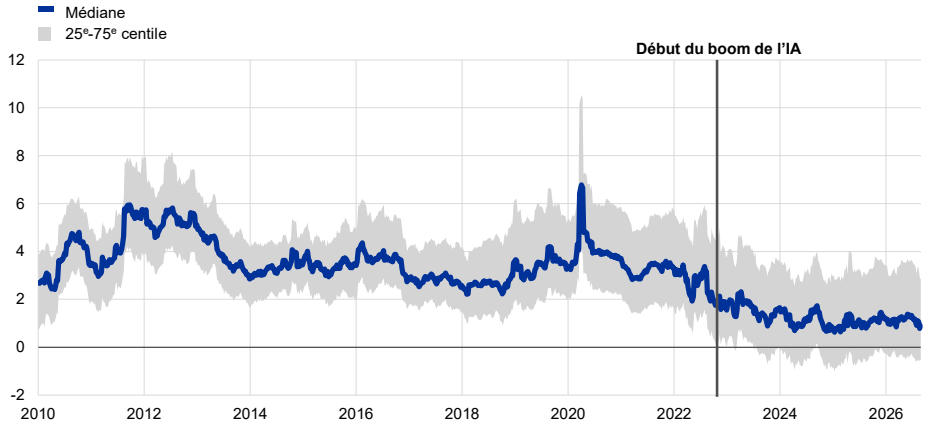
entreprise, qui est une mesure des bénéfices qu'une entreprise devrait générer au cours des 12 mois suivants par rapport au prix de ses actions, et le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans. D'un point de vue historique, la distribution des primes de risque sur actions pour les actions individuelles du S&P 500 s'est comprimée, s'établissant à un niveau proche de zéro pour le 25e centile (graphique B, partie a). Un examen plus détaillé des distributions intra-sectorielles au niveau de l'entreprise révèle que la valorisation du risque sur le marché des actions s'est modérée pour plusieurs secteurs américains. La tendance est particulièrement marquée dans le secteur technologique, qui regroupe de nombreuses entreprises liées à l'IA, mais peut également être observée dans d'autres secteurs tels que l'industrie (graphique B, partie b). Cela reflète probablement l'appétence accrue des investisseurs pour les expositions liées à l'IA, ainsi qu'un optimisme plus large concernant les bénéfices potentiels attendus de l'adoption de l'IA. De plus, les actions plus risquées au sein des différents secteurs ont bénéficié d'une valorisation du risque plus favorable, comme le montre la compression des queues supérieures des distributions sectorielles du risque, signe d'une plus grande appétence pour le risque des investisseurs dans les différents secteurs.

Graphique B

Valorisation du risque sur actions pour les différentes entreprises du S&P 500

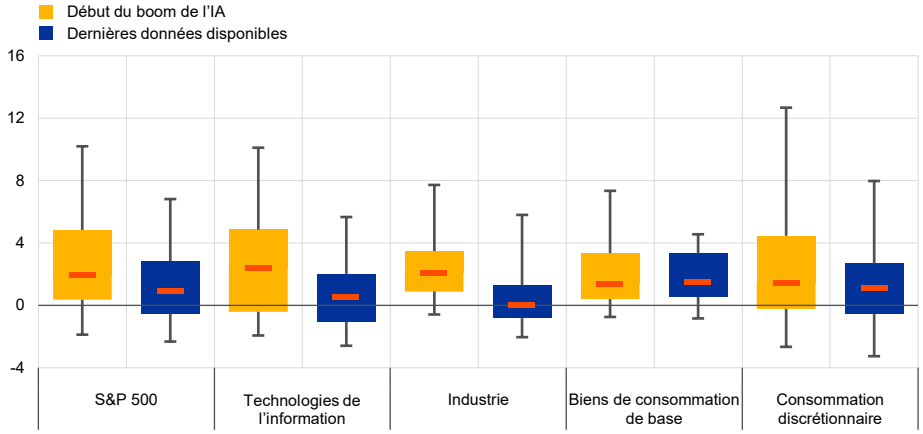
a) Distribution des primes de risque sur les actions du S&P 500

(points de pourcentage)



b) Distribution des primes de risque sur actions pour les secteurs du S&P 500

(points de pourcentage)



Sources : LSEG et calculs des services de la BCE.
Notes : La prime de risque sur actions est approximée pour chaque entreprise de l'indice S&P 500 comme la différence entre le rendement des bénéfices de l'entreprise et le rendement des bons du Trésor américain à dix ans. Dans la partie a), le « début du boom de l'IA » se rapporte à fin octobre 2022. Dans la partie b), les lignes horizontales rouges représentent la médiane, les moustaches indiquent les 5e et 95e centiles et les barres jaunes et bleues couvrent l'intervalle du 25e au 75e centile. Les dernières observations se rapportent au 28 août 2026 (données hebdomadaires).

Des bénéfices robustes et une forte appétence pour le risque des investisseurs ont aidé les marchés des actions américains à continuer de résister aux pressions liées à la hausse des taux d'intérêt américains à long terme et aux vents contraires géopolitiques. Le boom de l'IA a préservé de manière inhabituelle les marchés des actions américains des chocs défavorables importants. Cela peut être démontré en comparant la réaction de la prime de risque sur actions américaines aux chocs avant et après le début du boom de l'IA, à l'aide de projections locales et de chocs structurels dérivés de modèles. Depuis le début du boom de l'IA à l'automne 2022, les primes de risque sur les actions américaines ont affiché des réactions plus faibles et peu significatives aux chocs macroéconomiques défavorables américains et aux chocs mondiaux d'aversion au risque, contrastant fortement avec les profils de revalorisation observés précédemment (graphique C, partie a). La forte capacité de résistance du marché des actions américain aux chocs géopolitiques défavorables a été particulièrement évidente au cours des premières semaines du conflit au Moyen-Orient. Une analyse de type « étude d'événement » permet de résumer les réactions des rendements des actions à la forte augmentation du risque géopolitique au cours des trois premiers mois du conflit. Les résultats montrent que durant la phase initiale du conflit en mars 2026, le segment du marché américain lié à l'IA (approximé ici par le groupe d'entreprises des « Sept Magnifiques ») et, plus largement, le secteur des technologies de l'information sont restés largement à l'abri du choc, tandis que d'autres secteurs tels que les biens de consommation de base ont enregistré une baisse des rendements des actions (graphique C, partie b) [3]. En avril et en mai, le marché des actions américain au sens large a continué de bien résister aux vents contraires géopolitiques, tiré par les compartiments liés à l'IA.

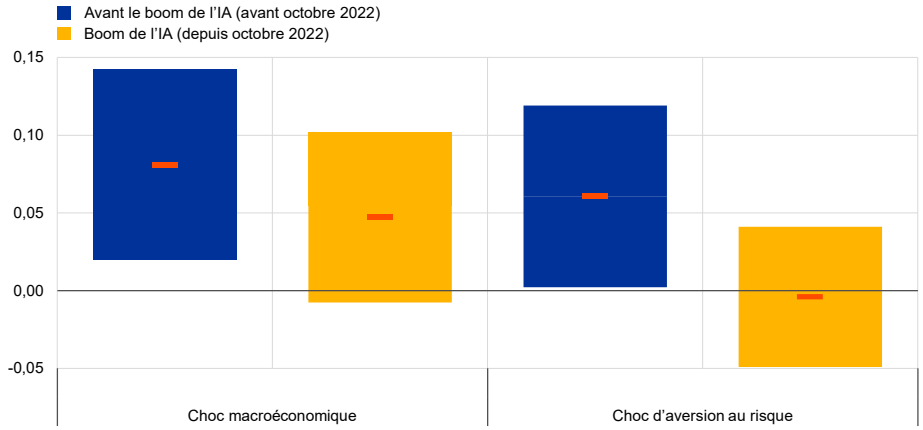
[3] Cf. également une analyse des récentes réactions du marché aux chocs géopolitiques *in* Ferrari Minesso *et al.* (2026).

Graphique C

Sensibilité de la valorisation du risque sur actions américaines aux chocs défavorables

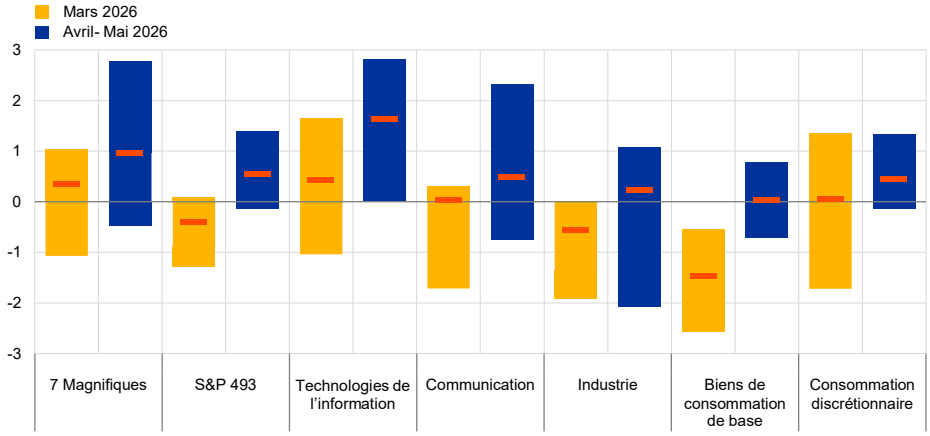
a) Réaction des primes de risque sur actions américaines aux chocs défavorables structurels avant et depuis le début du boom de l'IA

(points de pourcentage)



b) Rendements des actions américaines autour des pics de risque géopolitique – mars à mai 2026

(points de pourcentage)



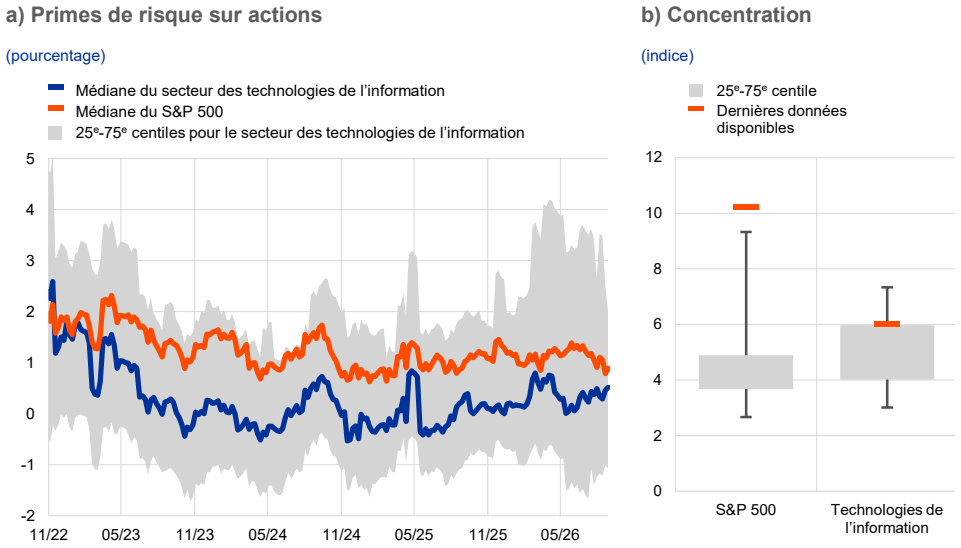
Sources : Bloomberg. LSEG, Haver Analytics et calculs des services de la BCE.
Notes : La partie a) présente la sensibilité de la prime de risque sur actions médiane pour les différentes entreprises de l'indice S&P 500 aux chocs macroéconomiques américains défavorables et aux chocs mondiaux d'aversion au risque défavorables, estimée à l'aide de projections locales. Les chocs sont identifiés dans un modèle BVAR à deux pays comme dans Brandt *et al.* (2026) et sont calibrés sur une baisse d'une semaine du prix des actions de 3 % pour le choc macroéconomique défavorable et de 2 % pour le choc d'aversion au risque. Les barres bleues et jaunes représentent l'intervalle de confiance à 95 %, tandis que la ligne rouge représente la réaction moyenne. La partie b) montre la fourchette de rendements des actions pour une sélection d'événements entraînant des niveaux élevés de risque géopolitique. Les rendements des actions sont calculés pour une sélection de secteurs sur les deux jours entourant les événements. Les jours autour des événements sont sélectionnés sur la base des dix plus hauts niveaux de l'indice des risques géopolitiques au cours de la phase initiale du conflit au Moyen-Orient en mars 2026 et pendant la période plus récente depuis l'annonce du cessez-le-feu initial. Les lignes horizontales rouges indiquent la médiane. Les dernières observations se rapportent au 31 août 2026 (partie a), données hebdomadaires) et au 29 mai 2026 (partie b).

Malgré une valorisation du risque favorable, l'affaiblissement du sentiment à l'égard de la reprise tirée par l'IA et la différenciation croissante des prix entre les entreprises du secteur technologique créent des risques de corrections plus prononcés dans un marché de plus en plus concentré. Un examen plus détaillé de la distribution des primes de risque sur actions entre les différentes actions technologiques individuelles illustre le fait que – même si le prix médian du risque est demeuré significativement comprimé ces derniers mois – les queues de la

distribution se sont élargies (graphique D, partie a). Cela indique que certaines parties du marché, en particulier les actions à haut risque au sein de la queue supérieure de la distribution de la prime de risque, sont vulnérables à l'affaiblissement de l'appétence pour le risque des investisseurs, ceux-ci commençant à exiger une compensation du risque plus élevée pour leurs investissements. De plus, des cessions massives d'un petit nombre de ces entreprises pourraient entraîner des baisses de marché plus larges, compte tenu de la nature hautement concentrée du marché des actions. L'indice de Herfindahl-Hirschman, une mesure de la concentration du marché, se situe au-dessus de son 95e centile historique pour le S&P 500 au sens large et au-dessus de son 75e centile pour le secteur des technologies de l'information (graphique D, partie b). Cette concentration amplifie le risque qu'une sous-performance prononcée de quelques actions à méga-capitalisation – en particulier celles qui sont liées à d'importants investissements liés à l'IA – puisse se répercuter sur le marché au sens large. Cela pourrait également soulever des inquiétudes plus importantes quant à la capacité des entreprises à concrétiser simultanément les perspectives optimistes de profit et si les investissements massifs financés par endettement resteront soutenables dans un contexte d'évolution rapide de la technologie.

Graphique D

Valorisation du risque sur actions et concentration dans le secteur technologique américain et le S&P 500



Sources : Bloomberg, LSEG et calculs des services de la BCE.
Notes : Partie a) : La prime de risque sur actions est calculée pour chaque entreprise du secteur technologique appartenant au S&P 500 comme la différence entre le rendement des bénéfices de l'entreprise et le rendement des bons du Trésor américain à dix ans. Partie b) : La concentration est mesurée par un indice de Herfindahl-Hirschman ajusté allant de 1 au nombre d'entreprises considérées. Les moustaches représentent les 5e et 95e centiles de la distribution de l'indice calculé depuis 1990. Les dernières observations se rapportent au 28 août 2026 (partie a, données hebdomadaires) et au 29 août 2026 (partie b, données hebdomadaires).

Bibliographie

Grothe (M.), Manu (A.) et Tomov (T.) (2024), « La résilience des prix des actions américaines s'explique-t-elle par la structure du marché, les anticipations de bénéfices ou les primes de risque sur actions ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Ferrari Minesso (M.), Lopes Mendes (B.), Stalla-Bourdillon (A.) et Vidaházy (V.) (2026), « Comment les marchés financiers américains réagissent-ils à l'impact des chocs géopolitiques sur l'offre de pétrole ? », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

BCE (2026), *Financial Stability Review*.

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

7 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 6 mai au 28 juillet 2026

Samuel Bieber et Christian Lizarazo

Cet encadré passe en revue les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2026. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 6 mai au 28 juillet 2026 (la « période sous revue »).

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

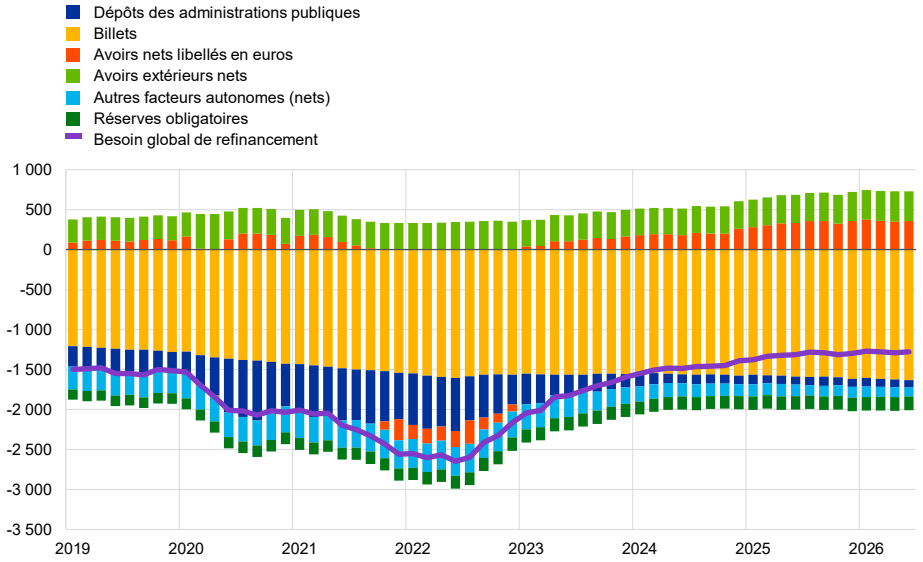
Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire de la zone euro, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a augmenté de 11 milliards d'euros pour s'établir à 1 284 milliards (tableau A). La hausse du niveau du besoin de refinancement résulte d'une augmentation du solde des facteurs autonomes, reflétant principalement une baisse des facteurs autonomes d'apport de liquidité (tableau A). Les réserves obligatoires ont augmenté de 2 milliards d'euros, pour s'établir à 174 milliards, contribuant également à la hausse du besoin de refinancement.

Graphique A

Besoin global de refinancement par période de constitution de réserves

(en milliards d'euros)



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

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont diminué de 11 milliards d'euros au cours de la période sous revue, en raison principalement d'une baisse de 15 milliards d'euros des actifs nets libellés en euros. Cette réduction est attribuable à une hausse des dépôts libellés en euros non liés à la politique monétaire, qui sont des facteurs de retrait de liquidité. Dans le même temps, les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 4 milliards d'euros, compensant en partie la baisse des facteurs autonomes d'apport de liquidité.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont baissé plus modestement, de 2 milliards d'euros au cours de la période sous revue. Cette évolution reflète une hausse de 16 milliards d'euros de la valeur moyenne des billets en circulation, plus que compensée par la diminution de 10 milliards d'euros du solde des autres facteurs autonomes et de 8 milliards d'euros des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

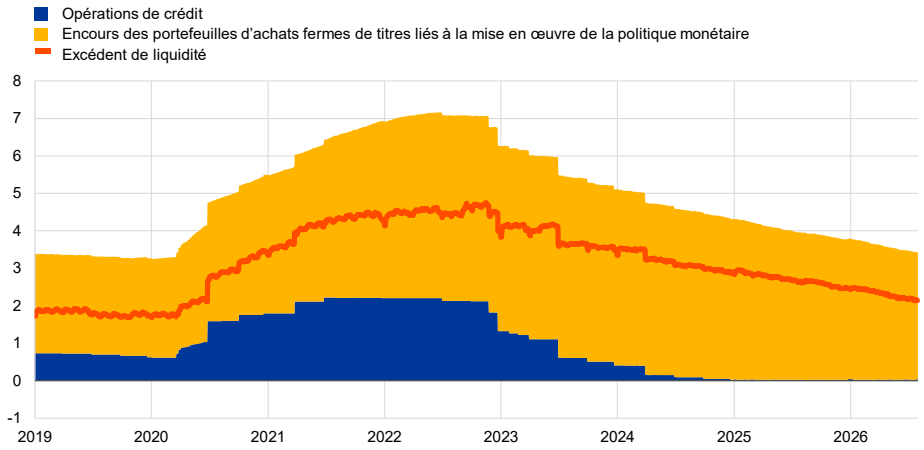
Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 147 milliards d'euros pour s'établir à 3 485 milliards au cours de la période sous revue (graphique B). Cette baisse de la fourniture de liquidité s'explique principalement par une réduction de 150 milliards d'euros des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres liés à la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème, après la poursuite du

remboursement des avoirs au titre de l'APP et du PEPP en l'absence de réinvestissements. En conséquence, le montant de la liquidité fournie par ces portefeuilles est revenu à 3 458 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Graphique B

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

(en milliers de milliards d'euros)



Source : BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à la quatrième période de constitution de 2026.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a augmenté de 3 milliards d'euros pour s'établir à 27 milliards au cours de la période sous revue. L'encours moyen des opérations principales de refinancement (MRO) et celui des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (LTRO) ont augmenté de 1 milliard et 2 milliards d'euros, respectivement. La participation à ces opérations régulières est restée limitée, reflétant la situation de liquidité abondante des banques et la bonne disponibilité d'autres sources de financement de marché. Toutefois, le nombre de banques qui testent la viabilité de leur participation a continué d'augmenter en 2026, ce qui indique qu'elles renforcent leur niveau de préparation opérationnelle pour accéder à ces opérations.

Excédent de liquidité

Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité a diminué de 157 milliards d'euros, pour s'établir à 2 201 milliards (graphique B). L'excédent de liquidité correspond à la somme de l'excédent de réserves que les banques détiennent sur leurs comptes courants par rapport aux réserves obligatoires et de leur recours à la facilité de dépôt, déduction faite de leur recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire *via* les instruments de politique monétaire et la liquidité dont les banques ont besoin pour remplir leurs obligations en matière de constitution de réserves. Après un point haut à 4 748 milliards d'euros en novembre 2022, l'excédent de liquidité s'est inscrit en baisse constante.

Évolutions des taux d'intérêt

Au cours de la période sous revue, le Conseil des gouverneurs a augmenté de 25 points de base les trois taux directeurs de la BCE, notamment le taux de la facilité de dépôt, qu'il utilise pour piloter l'orientation de la politique monétaire. À la suite de ce relèvement, les taux de la facilité de dépôt, des MRO et de la facilité de prêt marginal se sont établis, respectivement, à 2,25 %, 2,40 % et 2,65 % (tableau B).

Le taux à court terme de l'euro (€STR) moyen a augmenté de 25 points de base au cours de la période sous revue, en ligne avec la hausse du taux de la facilité de dépôt. En moyenne, l'€STR est resté 6,8 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, sans changement par rapport aux première et deuxième périodes de constitution de 2026.

Le taux *repo* moyen de l'euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, est resté plus proche du taux de la facilité de dépôt que l'€STR au cours de la même période. En moyenne, le taux *repo* a dépassé le taux de la facilité de dépôt de 1,6 point de base, soit 0,7 point de base de plus qu'au cours de la précédente période sous revue.

Tableau A
Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 6 mai – 28 juillet 2026						Période sous revue précédente : 11 février – 5 mai 2026	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : 6 mai – 16 juin 2026		Quatrième période de constitution : 17 juin – 28 juillet 2026		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs d'apport de liquidité								
Facteurs autonomes	730	(-11)	728	(-6)	731	(+2)	740	(+35)
– Avoirs extérieurs nets	376	(+4)	377	(+3)	375	(-2)	371	(+8)
– Avoirs nets libellés en euros	354	(-15)	352	(-9)	356	(+4)	369	(+28)
Opérations de politique monétaire	3,485	(-147)	3,514	(-78)	3,456	(-59)	3,632	(-145)
– MRO	14	(+1)	13	(-1)	15	(+1)	13	(-0)
– LTRO	13	(+2)	13	(+1)	14	(+1)	11	(+0)
– Portefeuilles d'achats fermes de titres	3,458	(-150)	3,488	(-78)	3,427	(-61)	3,608	(-144)
– Autre apport de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Facteurs de retrait de liquidité								
Facteurs autonomes	1,840	(-2)	1,844	(+4)	1,836	(-8)	1,842	(-0)
– Billets en circulation	1,628	(+16)	1,623	(+7)	1,632	(+9)	1,612	(+5)
– Dépôts des administrations publiques	96	(-8)	97	(-5)	94	(-3)	104	(+2)
– Autres facteurs autonomes (nets)	116	(-10)	123	(+2)	110	(-13)	126	(-8)
Opérations de politique monétaire								
– Autre absorption de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidité et facilités permanentes								
– Comptes courants des établissements de crédit	253	(+76)	179	(+0)	328	(+150)	177	(+3)
– Réserves obligatoires[1)]	174	(+2)	174	(+2)	174	(+0)	172	(+3)
– Facilité de prêt marginal	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
– Facilité de dépôt	2,121	(-231)	2,221	(-88)	2,022	(-198)	2,353	(-112)
– Excédent de liquidité[2)]	2,201	(-157)	2,225	(-90)	2,177	(-49)	2,358	(-112)
Autres informations fondées sur la liquidité								
– Besoin global de refinancement[3)]	1,284	(+11)	1,289	(+12)	1,279	(-10)	1,273	(-33)
– Solde des facteurs autonomes[4)]	1,110	(+9)	1,115	(+10)	1,105	(-10)	1,102	(-35)

Source : BCE.
Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis au milliard d'euros le plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution. « MRO » correspond aux opérations principales de refinancement et « LTRO » aux opérations de refinancement à plus long terme. Les séries chronologiques historiques des conditions de la liquidité de l'Eurosystème sont disponibles à partir du Portail de données de la BCE, sous l'onglet tableau du rapport sur la liquidité.
1) Cette rubrique qui figure pour mémoire n'apparaît pas au bilan de l'Eurosystème et ne doit donc pas être prise en compte dans le calcul du total des engagements.
2) Calculé comme la somme de l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt moins le recours à la facilité de prêt marginal.
3) Calculé comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires.
4) Calculé comme la différence entre les facteurs autonomes de la liquidité du côté des engagements et les facteurs autonomes de la liquidité du côté des avoirs.

Tableau B
Évolution des taux d'intérêt

(moyennes ; en pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 6 mai – 28 juillet 2026				Période sous revue précédente : 11 février – 5 mai 2026			
	Troisième période de constitution : 6 mai – 16 juin 2026		Quatrième période de constitution : 17 juin – 28 juillet 2026		Première période de constitution : 11 février – 24 mars 20 26		Deuxième période de constitution : 25 mars – 5 mai 2026	
MRO	2.15	(+0.00)	2.40	(+0.25)	2.15	(+0.00)	2.15	(+0.00)
Facilité de prêt marginal	2.40	(+0.00)	2.65	(+0.25)	2.40	(+0.00)	2.40	(+0.00)
Facilité de dépôt	2.00	(+0.00)	2.25	(+0.25)	2.00	(+0.00)	2.00	(+0.00)
€STR	1.93	(-0.00)	2.18	(+0.25)	1.93	(-0.00)	1.93	(+0.00)
RepoFunds Rate Euro	2.01	(+0.00)	2.27	(+0.26)	2.01	(-0.00)	2.01	(+0.01)

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

Articles

1 Favoriser l'expansion des entreprises européennes : pourquoi un régime de droit des sociétés de l'UE est nécessaire pour libérer l'investissement, l'innovation et la croissance transfrontières

Adam Baumann, Zakaria Gati, Daphne Momferatou, Laura Parisi et Lucia Quaglietti

1 Introduction

Au cœur du défi de la compétitivité en Europe une faiblesse structurelle émerge : les entreprises européennes ont des difficultés à atteindre une taille suffisante et rencontrent des obstacles dans leurs activités transfrontières. Les taux d'entrée des entreprises dans l'UE sont globalement comparables à ceux observés aux États-Unis, mais, de manière systématique, les entreprises ne parviennent pas à se développer pour devenir de grandes entreprises à forte intensité en recherche et développement (R&D) pouvant stimuler la croissance de la productivité et des salaires (Draghi, 2024 ; Letta, 2024). En outre, selon certains observateurs, l'Europe privilégie l'innovation progressive plutôt que l'innovation de rupture (Fuest *et al.*, 2024).

La fragmentation du droit des sociétés au sein de l'UE constitue une dimension spécifique de ce défi de compétitivité. Les entreprises exerçant des activités transfrontières au sein de l'UE doivent composer avec de multiples régimes juridiques, ce qui peut limiter la formation de capital, l'innovation, l'investissement et la croissance économique transfrontières (Schnabel, 2026). Pour y remédier, la Commission européenne a proposé, en mars 2026, d'introduire une forme de société optionnelle (EU Inc.), établissant un cadre juridique harmonisé pour compléter le droit national des sociétés.

Du point de vue de la BCE, cette proposition est importante. En réduisant les obstacles aux activités et aux investissements transfrontières des entreprises, « EU Inc. » a le potentiel de soutenir le marché unique, en renforçant la concurrence, l'innovation et la croissance de la productivité, ce qui aurait des retombées positives sur l'allocation des ressources, la stabilité des prix et la transmission de la politique monétaire. En outre, « EU Inc. » peut contribuer à approfondir les marchés des capitaux européens, un objectif clé de l'agenda de l'union pour l'épargne et l'investissement. Elle pourrait favoriser une allocation plus efficiente de l'épargne et un partage des risques plus efficace au sein de la zone euro.

Cet article examine comment ces obstacles limitent la capacité des entreprises de l'UE à atteindre une taille suffisante et explore comment un droit des

sociétés unique pourrait contribuer à y remédier. Il identifie les conditions dans lesquelles la proposition pourrait avoir un impact significatif ainsi que les lacunes qui, si elles ne sont pas comblées, pourraient limiter son efficacité.

2 Le défi du développement des entreprises en Europe : faits stylisés

L'Europe crée des entreprises mais peine à leur assurer une croissance rapide, ce qui pèse sur la productivité. Si les taux annuels de création d'entreprises en Europe sont comparables à ceux des États-Unis, à environ 10 % par an (Adilbish *et al.*, 2025), une divergence significative apparaît par la suite, lorsque les entreprises prospères cherchent à connaître une expansion rapide, à lever des capitaux et à opérer au-delà des frontières [48]. Les entreprises employant moins de dix salariés dans l'UE représentent un peu plus de 20 % de l'emploi total, soit environ le double de la part observée aux États-Unis (graphique 1, partie a). Cela est important pour la productivité du travail (graphique 1, partie b) : les grandes entreprises génèrent environ deux fois plus de valeur ajoutée par salarié que les micro-entreprises, car elles bénéficient d'économies d'échelle, d'une plus grande spécialisation managériale, d'une accumulation plus importante de capital incorporel, de dépenses de R&D plus élevées et d'une meilleure intégration sur les marchés internationaux (Andrews *et al.*, 2016 ; Eurosystème, 2021 ; CompNet, 2025 ; OCDE, 2026). Un exercice contrefactuel suggère qu'environ un tiers de l'écart de productivité agrégé entre l'UE et les États-Unis peut être attribué à des différences dans la composition de la taille des entreprises, sur la base des gains de productivité qui seraient réalisés si l'UE présentait la même distribution de l'emploi selon la taille des entreprises que les États-Unis [49].

---

48 Les mesures du taux de création d'entreprises varient en fonction de l'harmonisation et des définitions retenues pour la création. Le chiffre de 10 % est basé sur le projet DynEmp de l'OCDE. Cf. également les analyses des données d'Eurostat dans Fedotenkov et Vandeplas (2026).

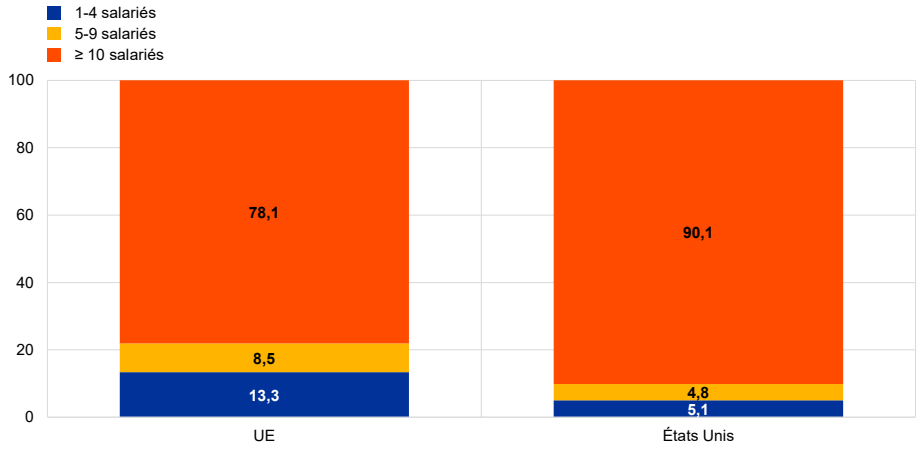
49 Cette estimation est un calcul approximatif de l'écart de niveau de productivité du travail, qui mesure ce que serait le niveau agrégé de productivité du travail de l'UE si elle avait conservé son niveau de productivité observé au sein de chaque classe de taille d'entreprise, mais présentait la même distribution de l'emploi selon la taille des entreprises que les États-Unis. La productivité du travail dans l'UE par classe de taille d'entreprise est mesurée en valeur ajoutée par personne employée (Eurostat SBS, 2023). Les chiffres relatifs à la valeur ajoutée aux États-Unis par classe de taille d'entreprise n'étant pas disponibles en dehors du secteur manufacturier, la valeur ajoutée sectorielle calculée par le Bureau of Economic Analysis est répartie entre les classes de taille d'entreprise à l'aide des parts des recettes issues du Economic Census de 2022, en supposant un rapport valeur ajoutée/recettes constant au sein des secteurs. Afin d'améliorer la comparabilité, les entreprises américaines sans salarié sont partiellement rattachées à la classe des plus petites entreprises, car Eurostat inclut dans cette classe les propriétaires exerçant leur activité et les entreprises sans salarié, tandis que les données sur la taille des entreprises aux États-Unis ne concernent que les entreprises employant des salariés. Les valeurs sont converties en utilisant le PIB en volume (parités de pouvoir d'achat) ; la productivité intra-classe est maintenue à un niveau fixe dans l'exercice contrefactuel.

Graphique 1

Distribution et productivité du travail par taille d'entreprise en 2023

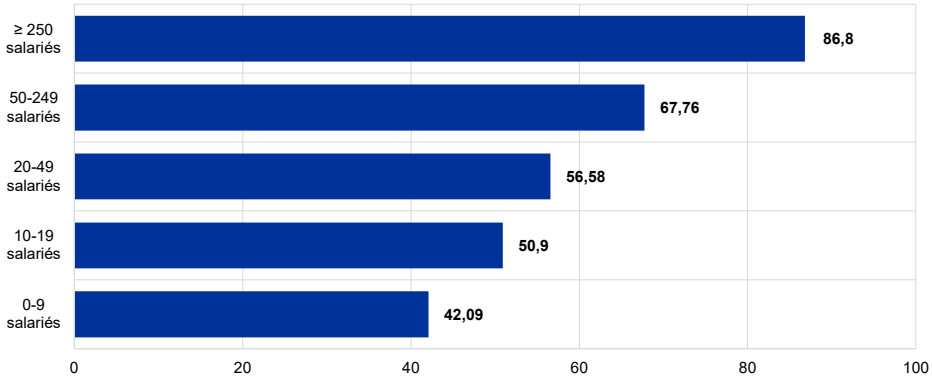
a) Distribution par taille, UE et États-Unis

(pourcentage de l'emploi total)



b) Productivité du travail par taille d'entreprise, UE

(milliers d'euros par personne employée)



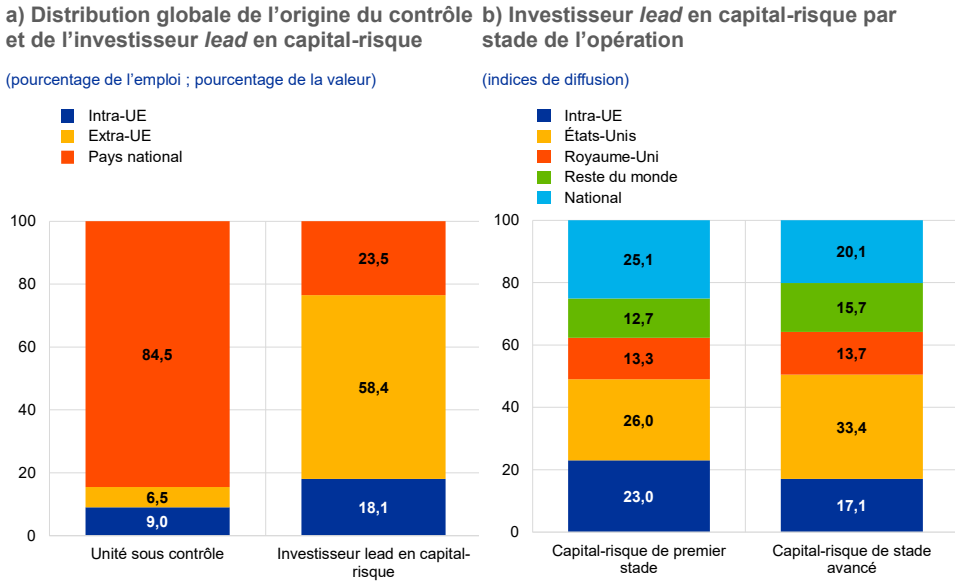
Sources : Statistiques relatives à la démographie des entreprises et statistiques structurelles sur les entreprises d'Eurostat, ainsi que statistiques relatives à la dynamique des entreprises aux États-Unis.
Notes : Les données de l'UE se rapportent aux entreprises (*enterprises*) et celles des États-Unis aux sociétés (*firms*), qui sont globalement comparables. La couverture inclut les sections B à S de la NACE Rév. 2 (hors O et S94). La productivité du travail est mesurée par la valeur ajoutée au coût des facteurs par personne employée.

L'accès limité au financement de marché est l'une des principales raisons pour lesquelles les entreprises européennes innovantes ont des difficultés à se développer. Les entreprises innovantes ont besoin de cycles de financement successifs et d'un accès à des gisements de capital-risque profonds, mais les marchés de capitaux de l'UE restent relativement peu profonds, fragmentés par pays et dominés par des investisseurs institutionnels domestiques (Böninghausen *et al.*, 2025 ; Baumann *et al.*, 2026). La partie a) du graphique 2, montre qu'environ 85 % de l'emploi dans l'UE est imputable à des entreprises sous contrôle national. À l'inverse, le financement par capital-risque revêt un caractère nettement plus international : les investisseurs *lead* extra-UE représentent plus de la moitié de la valeur agrégée des opérations de capital-risque, les investisseurs américains jouant un rôle particulièrement important dans les cycles de financement ultérieurs (graphique 2, partie b), Baumann *et al.* 2026). Cela est cohérent avec les données récentes indiquant que les entreprises européennes innovantes relocalisent de plus

en plus leur siège social, leurs droits de propriété intellectuelle ou certaines fonctions métier à l'étranger, le plus souvent aux États-Unis (Weik *et al.*, 2024, Banque européenne d'investissement (BEI), 2026a). À mesure que les entreprises mûrissent, de nombreuses *start-ups* européennes adoptent des structures américaines, le plus souvent sous la forme de sociétés de droit du Delaware (*Delaware corporations*), afin d'accéder à des dispositifs de gouvernance reconnus à l'échelle internationale, à des financements en capital-risque et à des marchés d'offre publique initiale (IPO) plus profonds. Le cadre du droit des sociétés du Delaware est examiné dans l'encadré 1.

Graphique 2

Origine du contrôle et financement par capital-risque des entreprises de l'UE



Sources : Statistiques d'Eurostat sur les filiales étrangères entrantes (*inward foreign affiliates statistics*) et PitchBook.
Notes : Dans la partie a), les statistiques sur le commerce des filiales étrangères entrantes classent les entreprises selon le pays de leur unité institutionnelle sous contrôle ultime, en rattachant l'ensemble de l'emploi au pays de contrôle. Les valeurs intra-UE et extra-UE désignent respectivement un contrôle exercé par un autre État membre de l'UE et par une entité extérieure à l'UE. Les dernières données se rapportent à 2023. La partie b) montre la distribution de la valeur des opérations de capital-risque selon la localisation de l'investisseur *lead* (ou de l'investisseur unique) et le stade du capital-risque. PitchBook peut indiquer plusieurs investisseurs *lead* ou uniques pour une même opération.

Au-delà de la disponibilité globale du capital-risque, la catégorie d'entreprise à laquelle il est alloué revêt également une importance : les futures entreprises en croissance rapide, ou gazelles (*scale-ups*) ont tendance à être plus jeunes, plus productives et plus intensives en innovation, tandis qu'il existe des différences substantielles dans les profils des *scale-ups* financées par capital-risque dans l'UE et aux États-Unis. S'agissant des caractéristiques observées des entreprises avant leur croissance rapide, la partie a) du graphique 3 montre que les futures gazelles sont systématiquement plus jeunes, plus productives, plus susceptibles d'avoir préalablement reçu du capital-risque et plus fréquemment actives dans des secteurs à forte intensité de connaissance. Cela est cohérent avec la littérature montrant que la réussite d'une expansion est généralement précédée d'investissements importants dans les capacités et la transformation organisationnelle (OCDE, 2021). La partie b) du graphique 3 étend cette analyse à un échantillon de gazelles de l'UE et des États-Unis financées par

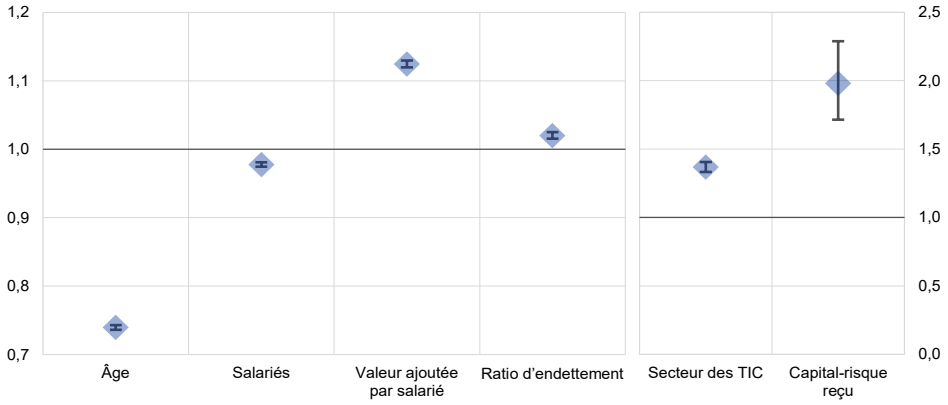
capital-risque. Par rapport à leurs homologues de l'UE, les gazelles ayant reçu du capital-risque aux États-Unis sont plus jeunes et moins rentables, mais elles emploient davantage de salariés et affichent un niveau d'endettement plus élevé – un profil cohérent avec le fait qu'aux États-Unis, le capital-risque intervient plus tôt dans le développement de ces entreprises, qui connaissent alors une croissance plus rapide. Cela peut refléter des différences dans la sélection des investisseurs ou dans la population des entreprises cherchant un financement par capital-risque, ce que les estimations ne peuvent pas séparer.

Graphique 3

Caractéristiques de l'entreprise associées à une expansion

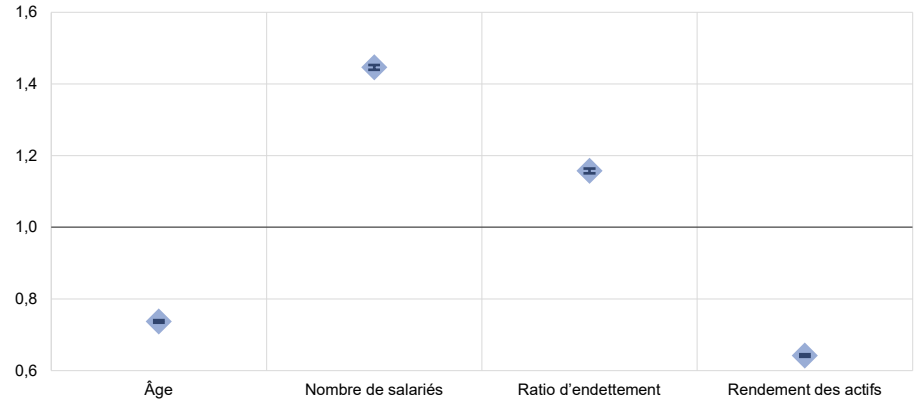
a) Caractéristiques avant l'expansion

(rapports de cotes)



b) Différence de caractéristiques pour les entreprises en expansion de l'UE et des États-Unis ayant reçu un financement en capital-risque

(rapports de cotes)



Sources : S&P Capital IQ, Preqin, Orbis, PitchBook et calculs des services de la BCE.
Notes : Coefficients issus de régressions logistiques avec des intervalles de confiance à 95 % ; les covariables sont normalisées. Dans la partie a), la phase d'expansion est définie comme une croissance annualisée de l'emploi d'au moins 10 % sur trois ans, pour les entreprises comptant au moins dix salariés et existant depuis plus d'un an. Les covariables sont mesurées un an avant la période d'expansion, avec des effets fixes par année, pays et secteur. « Capital-risque reçu » (données Preqin sur les opérations, appariées à Orbis) se rapportent aux périodes allant de un à trois ans avant la phase d'expansion. Les TIC sont définies à partir des rubriques à deux chiffres de la nomenclature NACE. Les covariables sont winsorisées à 2 %. La partie b) montre une régression logistique d'une variable indicatrice de la localisation du siège social aux États-Unis (par rapport à l'UE) sur des caractéristiques d'entreprises normalisées, avec des effets fixes par secteur et année. Elle repose sur un échantillon PitchBook de 962 *scale-ups* américaines et européennes en 2025 ayant reçu un financement par capital-risque entre 2021 et 2024 ; l'estimation est fondée sur les observations de 2021-2022. Le « rendement des actifs » est mesuré comme le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements rapporté au total des actifs.

Encadré 1

Le régime des sociétés par actions du Delaware : une infrastructure juridique pour les entreprises américaines à forte croissance

Zakaria Gati

Aux États-Unis, la constitution en société (*incorporation*) peut être dissociée du lieu de l'activité économique dans une bien plus large mesure que dans l'UE, ce qui permet au droit des sociétés des États de fonctionner comme un cadre juridique transférable pour les entreprises opérant à l'échelle nationale. Cela contraste avec la tradition européenne des approches fondées sur le « siège réel », selon lesquelles la reconnaissance juridique et le droit des sociétés applicable étaient historiquement plus étroitement liés à l'administration centrale ou au principal lieu d'activité de la société, comme le souligne Gelter (2017) [50]. Une société par actions du Delaware peut avoir son siège social, embaucher des salariés, détenir des actifs, lever des capitaux et générer des revenus en dehors du Delaware, tandis que le droit du Delaware régit ses affaires internes. L'entreprise reste soumise aux réglementations opérationnelles, fiscales, du travail et sectorielles dans les juridictions où elle exerce ses activités, mais elle n'a pas besoin d'adopter une nouvelle identité juridique. Cette portabilité a contribué à faire du Delaware le cadre juridique de référence en matière de droit des sociétés – ou ce que Broughman *et al.* (2014) qualifient de « *lingua franca* » juridique – pour les fondateurs, les investisseurs et les intermédiaires juridiques opérant par-delà les frontières des États. Au sein de l'UE, la mobilité transfrontière est déjà protégée par la jurisprudence sur la liberté d'établissement, mais les entreprises demeurent constituées sous l'égide de l'un des nombreux régimes nationaux de droit des sociétés.

Le régime du Delaware se distingue non pas parce qu'il permet une forme de société unique, mais parce qu'il offre un écosystème institutionnel complet pour la constitution et la croissance des entreprises. En son cœur se trouve la société par actions du Delaware, soutenue par une législation souple, des tribunaux spécialisés, une jurisprudence abondante, une administration efficace et un secteur de services juridiques sophistiqué. Cette combinaison offre une sécurité juridique ainsi que des outils de gouvernance et de financement normalisés – tels que les actions de préférence (*preferred shares*), les options, les titres convertibles, la liquidation préférentielle, les droits de veto et la représentation au conseil d'administration, faisant du Delaware un modèle courant pour les *start-ups*, les gazelles et les investisseurs dispersés géographiquement.

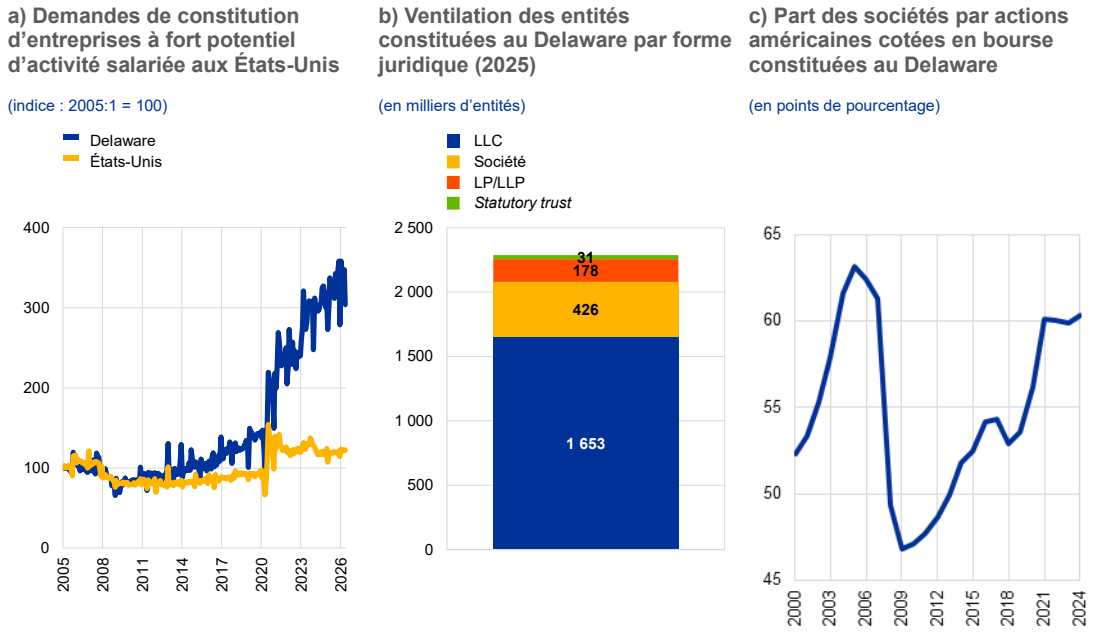
L'attractivité de ce régime est claire : la partie a) du graphique A montre la croissance soutenue de la part des demandes de constitution d'entreprises à fort potentiel d'activité salariée (*high-propensity business*) effectuées au Delaware, et la partie b) du graphique A illustre le nombre élevé d'entités juridiques qui y sont déjà administrées. En outre, la constitution en société au Delaware devient de plus en plus courante à mesure que les entreprises se développent : Broughman *et al.* (2014) constatent que 67,8 % des *start-ups* ayant reçu du capital-risque ont été initialement constituées en société au Delaware. Ce chiffre atteint 79 % une fois prises en compte des constitutions en société ultérieures (*re-incorporations*). Alon-Beck (2025) constate qu'environ 97 % des licornes américaines de l'échantillon ont été constituées en société dans cet État, et la partie c) du graphique A montre que plus de la moitié des sociétés par actions

[50] Cette distinction a été atténuée, mais non supprimée, par la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne relative à la liberté d'établissement. Dans les affaires Centros, Überseering et Inspire Art, la Cour a limité la faculté des États membres de refuser la reconnaissance de sociétés valablement constituées dans un autre État membre, élargissant ainsi la mobilité des entreprises au sein de l'UE.

américaines cotées en bourse sont constituées au Delaware. La prédominance du Delaware s'auto-alimente également en raison de sa jurisprudence ainsi que sa notoriété croissantes, et cet État constitue désormais *de facto* une norme nationale.

Graphique A

Démographie des entreprises au Delaware



Sources : US Census Bureau, Annual Report Statistics – Delaware Division of Corporations, ensemble de données de Spamann et Wilkinson sur l'historique des États de constitution des sociétés cotées américaines (*historical states of incorporation of US stocks*), et calculs des services de la BCE.
Notes : Les demandes de constitution d'entreprises à fort potentiel d'activité salariée sont des demandes de numéros d'identification d'employeur que l'US Census Bureau identifie comme étant susceptibles de devenir des entreprises employeuses, sur la base de caractéristiques associées à la formation d'entreprises dotées de salariés (par exemple, la forme juridique, les embauches planifiées, l'acquisition d'entreprises et le secteur d'activité). Les données sont corrigées des variations saisonnières. Dans la partie c), l'État de constitution provient de Spamann et Wilkinson, qui s'appuient sur les documents déposés auprès du système électronique de collecte, d'analyse et de recherche de données de la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Il se rapporte à la domiciliation juridique, et non au siège social ou aux lieux d'activités.

Les avantages pour les entreprises se constituant en société au Delaware s'accompagnent d'arbitrages importants. Les critiques avancent que cet écosystème concentré peut favoriser les dirigeants, les actionnaires majoritaires et les avocats habitués à ce type d'affaires, limitant ainsi la transparence et la responsabilité (Cary, 1974 ; Whitehead, 2025). Des cas récents d'entités quittant le Delaware pour le Nevada et le Texas illustrent également la tension entre une concurrence réglementaire saine et l'arbitrage réglementaire, les entreprises pouvant chercher à réduire leur exposition aux litiges et à affaiblir les contraintes liées aux actionnaires.

3 Obstacles au développement et EU Inc. : une perspective axée sur le cycle de vie des entreprises

Les entreprises de l'UE sont confrontées à un large éventail d'obstacles juridiques et réglementaires qui augmentent les coûts de la croissance et de

l'expansion transfrontière au sein du marché unique [51]**.** Les informations tirées d'enquêtes indiquent que, par rapport aux États-Unis, les exigences réglementaires et administratives constituent un obstacle majeur à l'investissement et une charge considérable pour les entreprises de l'UE (graphique 4, partie a). La part des effectifs et des ressources managériales consacrés aux activités de conformité varie également considérablement d'un pays de l'UE à l'autre et peut être particulièrement élevée pour les entreprises plus petites, les coûts de mise en conformité ayant une composante de coûts fixes importante (graphique 4, partie b). Ces coûts sont aggravés par la fragmentation de la réglementation entre les États membres, la plupart des entreprises de l'UE déclarant devoir respecter des normes et procédures différentes lorsqu'elles exercent des activités transfrontières (BEI, 2026b) [52].

[51] Les estimations de la BCE suggèrent que les obstacles subsistant au sein du marché unique équivalent à des droits de douane d'environ 67 % pour les biens et 95 % pour les services (Bernasconi *et al.*, 2025), tandis que les obstacles aux marchés d'actions de l'UE n'ont que légèrement diminué au cours de la dernière décennie (Anaya Longaric *et al.*, 2026).

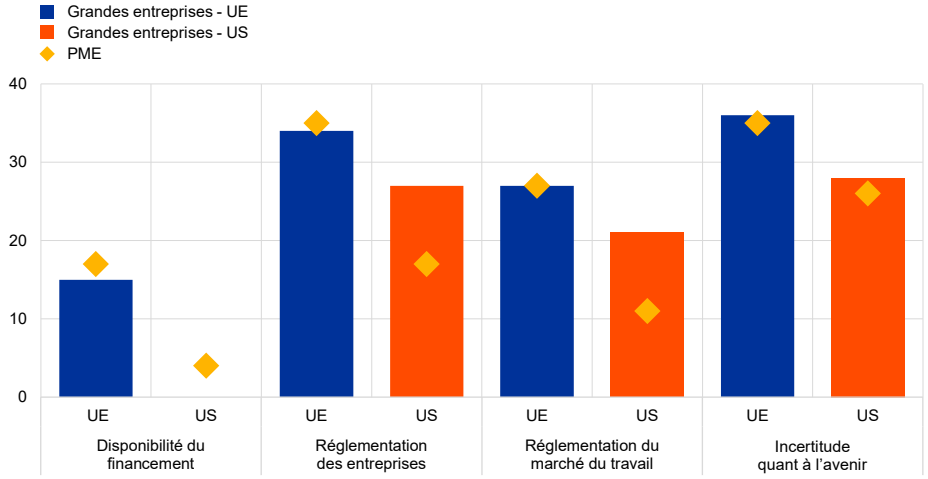
[52] Plus de 60 % des entreprises de l'UE ont déclaré devoir respecter des normes réglementaires différentes selon les États membres (BEI, 2026b).

Graphique 4

Obstacles structurels à l'investissement pour les entreprises de l'UE et des États-Unis

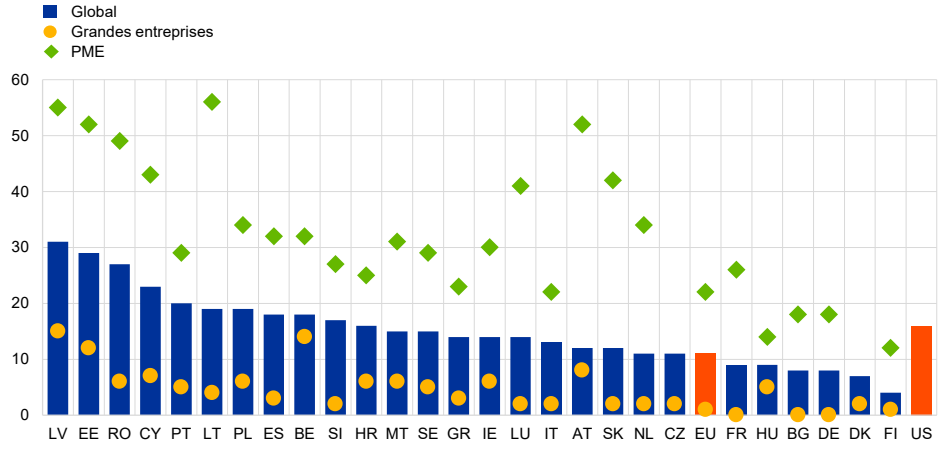
a) Obstacles majeurs à l'investissement

(en pourcentage des déclarants)



b) Entreprises dont plus de 10 % des salariés travaillent sur des activités de conformité réglementaire

(en pourcentage des déclarants)



Sources : Enquête de la BEI sur l'investissement, Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Dans la partie a), les barres représentent la part des entreprises qui identifient chaque facteur comme un obstacle majeur à l'investissement à long terme ; les losanges montrent les parts correspondantes pour les PME. Les valeurs pour l'UE et les États-Unis se rapportent respectivement aux données agrégées issues de l'enquête du Groupe BEI sur l'investissement et le financement des investissements. Des valeurs plus élevées indiquent que davantage d'entreprises perçoivent ce facteur comme un obstacle majeur. Dans la partie b), les données de l'UE se rapportent à l'enquête de 2025 et les données des États-Unis à l'enquête de 2024. Les ventilations selon la taille ne sont pas disponibles pour les États-Unis.

Le droit des sociétés est l'une des dimensions les plus fragmentées du marché unique. Le régime juridique sous lequel une entreprise est constituée détermine les instruments de financement qu'elle peut proposer aux investisseurs, les dispositifs de gouvernance qu'elle doit adopter à mesure qu'elle exerce ses activités et se développe, ainsi que les procédures auxquelles elle est confrontée lorsqu'elle sort du marché. Contrairement à de nombreux autres domaines réglementaires, le droit des sociétés change chaque fois qu'une entreprise crée ou réorganise une entité juridique dans un autre État membre, ce qui est souvent

nécessaire, voire avantageux sur le plan économique, pour les entreprises souhaitant établir une présence stable dans un autre État membre [53]. Par conséquent, les entreprises qui souhaitent s'étendre ou investir dans l'UE doivent composer avec le droit des sociétés qui leur est applicable et avec celui de leurs nouvelles filiales, ce qui peut représenter jusqu'à 27 régimes différents. Les différences en matière de droit des sociétés peuvent accroître le coût des activités transfrontières menées par l'intermédiaire de filiales et potentiellement limiter les investissements, l'innovation et la croissance de la productivité.

Pour comprendre au mieux les implications économiques de la fragmentation du droit des sociétés au sein du marché unique, il convient d'avoir recours au prisme du cycle de vie des entreprises (figure 1) [54]**.** Les disparités nationales constituent des contraintes fortes aux étapes successives du développement des entreprises. La consultation publique lancée par la Commission européenne en 2025 a confirmé ce schéma : les entreprises perçoivent la fragmentation du droit des sociétés comme un obstacle majeur tout au long de leur développement, leur mobilité, les procédures de constitution, les modalités de financement et la gouvernance figurant parmi les facteurs les plus fréquemment cités [55].

---

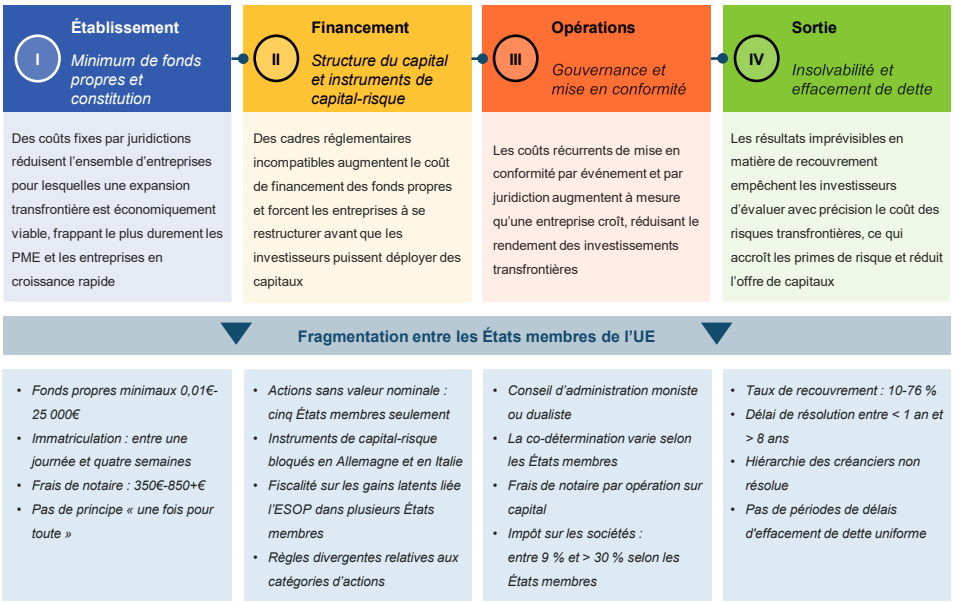
53 Si les libertés fondamentales de l'UE permettent les échanges transfrontières et la prestation de services depuis un seul État membre de constitution, une implantation locale est souvent nécessaire ou économiquement avantageuse en raison des exigences du pays d'accueil en matière de main-d'œuvre, de fiscalité et d'octroi de licences, de coûts de transaction moins élevés et des préférences des investisseurs pour les entités constituées localement.

54 Le cadre du cycle de vie de l'entreprise s'appuie sur la littérature relative à l'organisation professionnelles de la dynamique des entreprises, selon laquelle le développement de l'entreprise est réparti en phases de formation, de croissance, de maturité et de sortie (Klepper, 1996). Le cadre utilisé dans cet article est une adaptation analytique qui se concentre sur les étapes auxquelles le droit des sociétés devient important sur le plan économique pour les entreprises exerçant leurs activités dans plusieurs États membres.

55 Cf. la consultation publique de la Commission européenne sur un ensemble de règles unique et harmonisé applicables aux entreprises innovantes à l'échelle de l'UE – 28e régime.

Figure 1

Fragmentation du droit des sociétés au sein du marché unique : une perspective axée sur le cycle de vie des entreprises



Source : Services de la BCE.
Note : Le minimum de fonds propres désigne le capital statutaire requis pour la constitution d'une société ; les actions sans valeur nominale sont des actions dépourvues de valeur nominale fixe ; les instruments de capital-risque sont des instruments de financement couramment utilisés dans le secteur du capital-risque, tels que les instruments convertibles et les bons de souscription ; l'ESOP désigne les plans d'actionnariat ou d'options sur actions des salariés ; les conseils d'administration monistes ou dualistes se rapportent aux dispositifs de gouvernance d'entreprise à un ou deux niveaux ; la codétermination se rapporte à la représentation des salariés dans la gouvernance d'entreprise ; et les taux de recouvrement, la durée des procédures de résolution, la hiérarchie des créanciers et les périodes de délais d'effacement des dettes capturent les caractéristiques clés des cadres nationaux d'insolvabilité. Ces exemples illustrent les différences entre les États membres de l'UE.

En réponse, la Commission a publié le 18 mars une proposition établissant une nouvelle forme d'entreprise, EU Inc. Le règlement proposé introduit une forme juridique facultative pleinement harmonisée de société à responsabilité limitée avec un label clairement identifiable (EU Inc.) disponible dans les systèmes juridiques nationaux de tous les États membres. Toutes les entreprises de l'UE, quelle que soit leur taille ou leur objet social, pourront y adhérer. En tant que règlement directement applicable, il crée un corpus réglementaire unique pour certains des aspects les plus pertinents du droit des sociétés, de même contenu et de même portée, quel que soit l'État membre de constitution de l'entreprise [56]. Son objectif est de réduire la fragmentation du droit des sociétés et de rendre le cadre juridique régissant les entreprises plus simple et plus propice à la création d'entreprises, à l'investissement et à l'expansion transfrontière. La proposition s'appuie sur les suggestions des rapports Letta et Draghi et succède aux tentatives passées qui n'ont pas répondu aux attentes, telles que Societas Europaea [57]. Les sections suivantes analysent la proposition tout au long du cycle de vie de l'entreprise.

3.1 L'établissement transfrontière

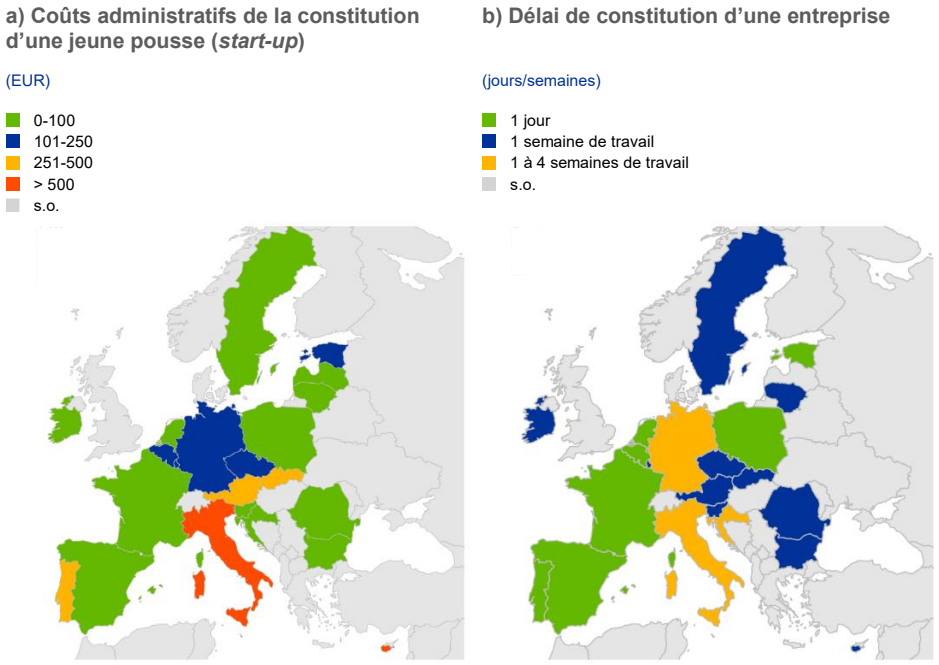
L'établissement d'une présence légale dans un autre État membre de l'UE peut entraîner des coûts fixes importants (figure 2). Si les entreprises peuvent en principe opérer sur un autre marché de l'UE sans s'y établir, elles créent souvent des filiales sous la forme de nouvelles entités juridiques lorsqu'elles cherchent une présence locale stable. Dans ce cas, la fragmentation du droit des sociétés devient pertinente, car les filiales sont constituées en vertu du droit du pays d'accueil. Cela signifie qu'elles doivent respecter des procédures de constitution et des règles de minima de fonds propres différentes tout en gérant les coûts administratifs associés et le temps nécessaire à la création d'une entreprise.

[56] La proposition concerne principalement l'activité transfrontière des entreprises, à savoir la création, le financement, la gouvernance et la restructuration des entreprises opérant dans différents États membres, plutôt que les échanges transfrontières de biens et de services.

[57] Le cadre Societas Europaea, qui a été introduit en 2001, n'a pas répondu aux attentes, en grande partie parce qu'il a continué de s'en remettre au droit national sur des aspects-clés de la réglementation des entreprises. L'adoption de ce cadre est restée limitée, avec environ 3 000 immatriculations, et est concentrée parmi les grandes entreprises capables de satisfaire à l'exigence minimale de capital de 120 000 euros. Les données empiriques attribuent cette faible adoption à la dépendance persistante aux règles nationales, au seuil de fonds propres élevé et aux exigences complexes en matière de constitution d'entreprises transfrontières.

Figure 2

Coût et temps nécessaires pour créer une nouvelle entreprise en 2025



Sources : Europe Startup Nations Alliance SNS Scoreboard et Natural Earth (pour les données cartographiques).
Notes : Valeurs fondées sur une consultation d'experts, dans le contexte d'un objectif final consistant à ramener le coût d'enregistrement d'une entreprise à moins de 100 euros et le délai à un jour pour les *start-ups*. Les observations se rapportent à 2025.

Afin de réduire ces coûts, le règlement proposé introduit une forme d'entreprise simplifiée et harmonisée. L'entreprise peut être créée via une interface numérique commune, en s'appuyant sur le système d'interconnexion des registres des entreprises, avec une période de constitution cible de 48 heures et pour un coût administratif maximal de 100 euros. La proposition supprime les exigences minimales de fonds propres obligatoires, applique le principe « une fois pour toutes » pour les procédures administratives et permet aux entreprises d'établir une EU Inc. de plusieurs manières, notamment via la constitution d'une nouvelle entreprise, les fusions transfrontalières, les scissions et les conversions.

Ces mesures pourraient réduire considérablement les coûts d'entrée des entreprises ainsi que les coûts d'expansion dans d'autres États membres, même si les avantages escomptés dépendront de la manière dont elles seront mises en œuvre dans les États membres. Elles ont le potentiel de réduire les coûts fixes relatifs à l'entrée, à l'adaptation juridique, à l'établissement de contrats et à la mise en conformité, et de réduire les coûts attendus d'une expansion future en permettant aux entreprises d'adopter ce régime sans modifier leur identité juridique. Le régime étant ouvert à toutes les sociétés à responsabilité limitée, il permet également d'éviter des critères d'éligibilité complexes fondés sur la taille de l'entreprise ou son statut en matière d'innovation. Toutefois, les entreprises du régime EU Inc. restent soumises aux exigences fiscales nationales, à l'immatriculation et à l'agrément des employeurs ainsi qu'aux exigences administratives spécifiques à chaque secteur. De plus, la constitution d'entreprises et la mise en œuvre du régime continuent de s'appuyer sur des registres

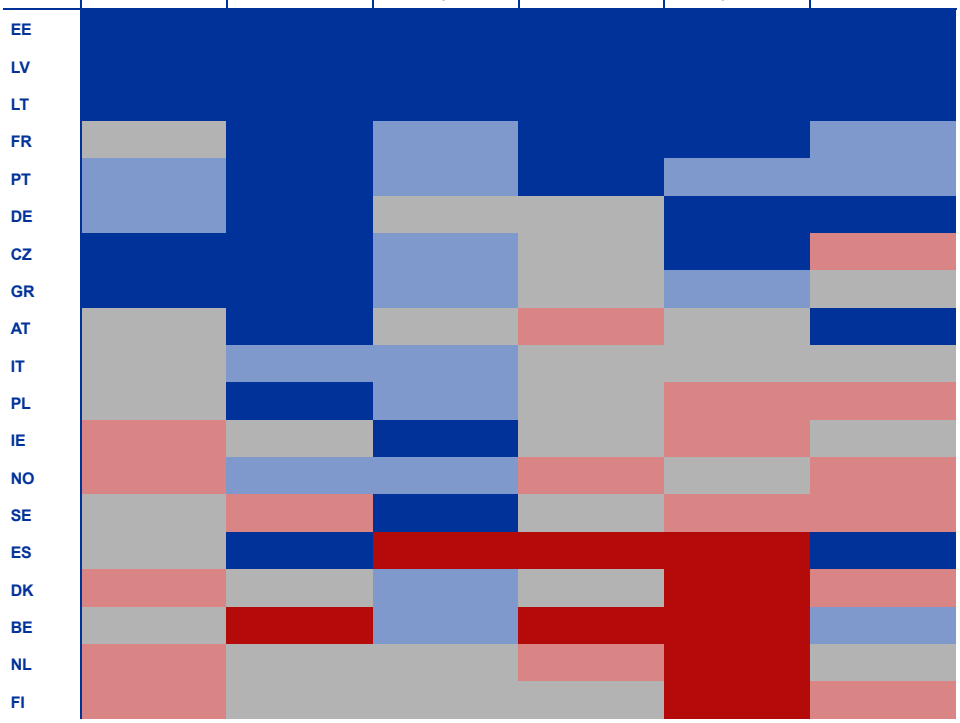
d'entreprises interconnectés, quoique toujours nationaux. Dans un second temps, la Commission européenne prévoit de mettre en place un registre central de l'UE à compter de 2030 afin de sortir progressivement de l'architecture actuelle par pays.

3.2 Le financement transfrontière

Les régimes nationaux diffèrent dans leur traitement des instruments de fonds propres et de l'actionnariat salarié (tableau 1). Ces différences accroissent la complexité juridique et peuvent rendre certaines juridictions moins compatibles avec les modèles de financement par capital-risque. Ces frictions sont particulièrement importantes pour les entreprises innovantes, dont la croissance dépend généralement de campagnes successives de financement par fonds propres impliquant des droits des investisseurs en évolution et des structures de capital de plus en plus complexes.

Tableau 1

Comparaison des dispositifs d'actionnariat salarié dans les différents États membres



Sources : Not Optional Latest Country Rankings et services de la BCE.
Notes : Not Optional, une initiative créée par Index Ventures et certains des principaux entrepreneurs européens pour améliorer la compétitivité des jeunes pousses européennes, attribue un score au « caractère propice » des régimes nationaux d'actionnariat salarié sur une échelle allant de un (moins favorable – rouge foncé) à cinq (plus favorable – bleu foncé) pour six dimensions : le taux d'imposition des salariés, le calendrier d'imposition des salariés, la fiscalité des entreprises, les actionnaires minoritaires et la bureaucratie, le champ d'application du plan et le prix d'exercice. Plus précisément, le « taux d'imposition des salariés » correspond à la charge fiscale et de cotisations sociales applicable ; le « calendrier d'imposition des salariés » définit le moment auquel l'impôt devient exigible ; la « fiscalité des entreprises » désigne les coûts fiscaux et des cotisations sociales correspondants pour l'entreprise ; le « champ d'application du plan » capture quelles entreprises et quels salariés sont éligibles à un traitement favorable ; les « actionnaires minoritaires et la bureaucratie » correspondent aux coûts et contraintes associés à la création du plan et au fait que les salariés deviennent actionnaires minoritaires ; et le « prix d'exercice » est la flexibilité permettant de fixer des prix d'exercice inférieurs à la dernière valorisation de financement.

Pour remédier à ces contraintes, le règlement proposé introduit un cadre de financement harmonisé applicable à l'ensemble des États membres. Il permet l'utilisation d'actions sans valeur nominale, de catégories d'actions différenciées, d'actions de préférence, de *warrants* et d'instruments convertibles, tout en reconnaissant explicitement les dispositifs de financement couramment utilisés sur les marchés du capital-risque, tels que les instruments de type SAFE (*Simple Agreement for Future Equity*) et KISS (*Keep It Simple Security*) [1]. La proposition établit également un plan européen d'actionnariat salarié (*European Employee Stock Ownership Plan*, EU-ESOP) facultatif, qui vise à faciliter la rémunération en actions et à améliorer la capacité des entreprises à attirer et retenir les travailleurs hautement qualifiés. De plus, elle permet aux entreprises EU Inc. de demander l'admission à négocier dans un système de négociation multilatéral, renforçant ainsi leur capacité à se développer.

Ces dispositions pourraient améliorer les conditions de financement via deux canaux complémentaires. Premièrement, la standardisation des instruments de financement réduit l'incertitude juridique et les coûts de transaction en limitant la nécessité d'adaptations juridiques spécifiques aux différentes juridictions et en facilitant l'utilisation d'une documentation commune sur les investissements. L'analyse d'impact réalisée par la Commission européenne estime les économies réalisées à environ 1 100 euros par campagne de financement et entre 1 780 et 2 850 euros pour les transferts d'actions secondaires. Ces gains sont particulièrement importants aux stades de l'amorçage et du démarrage, où les coûts juridiques fixes sont élevés par rapport à la taille de l'opération. Un formulaire EU Inc. reconnaissable et des registres interconnectés pourraient également réduire les coûts de pré-sélection (*screening*) et d'audit préalable (due diligence) pour les investisseurs non nationaux, facilitant une plus grande participation transfrontière aux marchés européens du capital-risque. Deuxièmement, le plan EU-ESOP proposé pourrait améliorer la capacité des entreprises à attirer et retenir les talents en reportant l'imposition jusqu'à la cession des actions sous-jacentes plutôt qu'en l'exerçant au moment de l'attribution, de l'acquisition définitive ou de l'exercice. Cela réduirait la charge de trésorerie associée aux actions illiquides. Néanmoins, les États membres conserveraient un pouvoir discrétionnaire sur les taux d'imposition et la classification de l'actionnariat salarié, tandis que des différences plus prononcées concernant les conditions d'éligibilité, les règles de valorisation et les procédures administratives continueraient de limiter la portabilité de l'actionnariat salarié au sein du marché unique.

3.3 Opérations transfrontières

À mesure que les entreprises se développent au sein du marché unique, elles font face à des coûts de mise en conformité récurrents résultant de différences de dispositions en matière de gouvernance, de droits des

[1] Les dispositifs SAFE et KISS sont des instruments standardisés de financement en phase de démarrage qui permettent aux investisseurs de fournir des capitaux à une jeune pousse (*start-up*) en échange du droit de recevoir des fonds propres lors d'un cycle de financement futur, reportant ainsi la valorisation à un stade ultérieur et simplifiant les conditions de l'investissement en phase d'amorçage.

actionnaires et de structures des conseils d'administration d'un État membre à l'autre [2]**.** La variation supplémentaire des exigences en matière de codétermination, d'audit et de déclaration accroît encore la complexité organisationnelle pour les entreprises opérant dans plusieurs juridictions.[3]

Le règlement proposé établit un cadre de gouvernance commun applicable à tous les États membres. EU Inc. offre un degré élevé de flexibilité contractuelle par le biais de statuts harmonisés et adopte une structure de conseil d'administration à un niveau comme modèle de gouvernance par défaut. Il permet et normalise également l'utilisation de processus numériques par défaut pour un large éventail de procédures d'entreprise, y compris les assemblées d'actionnaires, les opérations sur le capital et les modifications de statuts. L'élimination de l'intervention obligatoire d'un notaire pour les opérations sur le capital pourrait se révéler importante pour les entreprises qui mènent des campagnes de financement successives à mesure qu'elles se développent et des règles harmonisées pour les droits des actionnaires pourraient réduire l'incertitude juridique pour les actionnaires minoritaires et les investisseurs externes, allégeant ainsi les contraintes de vigilance (due diligence) et les coûts de transaction. Toutefois, en vertu de la proposition, les règles relatives à la participation des salariés restent soumises au droit de l'État membre dans lequel le conseil d'administration est situé. Les exigences relatives à l'implication des salariés dans la prise de décision des entreprises peuvent donc continuer de varier d'une juridiction à l'autre, même pour les entreprises constituées sous le régime EU Inc.

3.4 Sortie

Des mécanismes de sortie efficaces sont essentiels pour réallouer les ressources à la suite d'une défaillance d'entreprise et pour soutenir la prise de risque entrepreneurial, car ils déterminent les rendements attendus par les investisseurs. Les coûts de sortie et de restructuration pèsent lourdement sur les secteurs de haute technologie innovants, dans lesquels le risque de défaillance est intrinsèquement plus élevé (Coatanlem et Coste, 2025, Bothner *et al.*, 2026). Néanmoins, les cadres d'insolvabilité nationaux continuent de différer sensiblement en matière de taux de recouvrement, de délais de résolution et de remise de dettes des entreprises (graphique 5). Cela accroît l'incertitude juridique et pourrait décourager les investissements transfrontières.

---

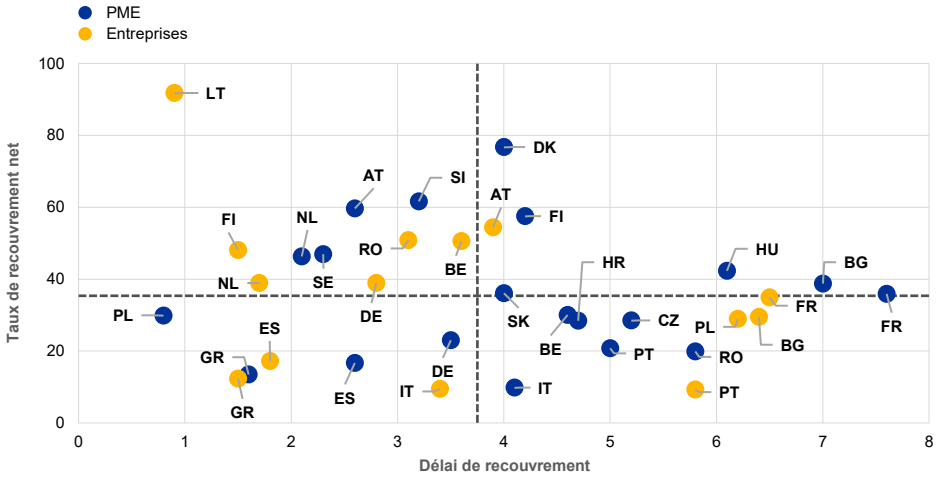
[2] La structure des conseils d'administration, les droits des actionnaires, les modalités de vote et la composition des conseils diffèrent selon les États membres. Certains pays (comme la Suède) imposent des modèles monistes tandis que d'autres (comme l'Allemagne) imposent des modèles dualistes. Les différences fiscales ajoutent une couche de complexité supplémentaire, les taux de l'impôt sur les sociétés allant de 9 % en Hongrie à plus de 30 % en Allemagne, et les règles relatives aux déductions de la R&D, à l'amortissement et à la déductibilité des intérêts divergent également.

[3] Les seuils de codétermination et leur rattachement à des formes juridiques nationales ont suscité des débats, notamment en Allemagne, sur les entreprises utilisant des formes juridiques étrangères ou se transformant en société européenne (*Societas Europaea*), ce qui fixe le niveau de participation à la formation de la société. Ces structures ont été déclarées conformes à la loi et des garanties sont en cours de négociation dans le dossier du 28e régime.

Graphique 5

Hétérogénéité de l'insolvabilité dans l'UE pour les PME et les entreprises

(axe des abscisses : années ; axe des ordonnées : pourcentages)



Source : Autorité bancaire européenne (2025).
Notes : Le taux de recouvrement net et le délai de recouvrement sont des moyennes pondérées. Prêts aux PME et aux entreprises faisant l'objet de procédures d'exécution formelles, par pays d'exécution ; les prêts sont pondérés par l'encours notionnel au moment du défaut. Les données sous-jacentes de l'ABE se fondent sur AnaCredit et sur des collectes de données bancaires spécifiques. Les pays comptant moins de 500 PME ou moins de dix prêts déclarés par des entreprises sont exclus afin de garantir que les moyennes par pays sont fondées sur un nombre d'observations suffisant. Les lignes en pointillés représentent les médianes entre les pays. Les observations se rapportent au troisième trimestre 2023.

Le règlement proposé introduit des procédures de liquidation entièrement numériques et accélérées pour les entreprises solvables et établit des dispositifs d'insolvabilité simplifiés pour les jeunes pousses innovantes. Il s'agit notamment de procédures rationalisées et d'enchères électroniques. Ces dispositions peuvent réduire les coûts administratifs associés à la dissolution d'entreprises, améliorer l'efficacité procédurale et accroître la prévisibilité des résultats de la liquidation, réduisant la prime d'incertitude que les investisseurs attachent actuellement à l'exposition transfrontière. Des procédures de sortie plus rapides et plus transparentes peuvent également réduire les coûts associés aux défaillances d'entreprises, faciliter une nouvelle création d'entreprise après une sortie et améliorer la réallocation du capital et de la main-d'œuvre vers des utilisations plus productives. Armor et Cumming (2008) montrent que des régimes de sortie plus efficaces ont un effet positif sur le travail indépendant et les taux d'entrée des entreprises, ce qui suggère que les améliorations de l'efficacité des sorties se répercutent sur la décision en amont de démarrer et de développer des entreprises à haut risque.

Dans le même temps, la proposition laisse inchangée une grande partie de l'environnement de sortie européen au sens plus large. À cet égard, le règlement adopte une approche plus ciblée que le reste des dispositions examinées ci-dessus, qui sont ouvertes à toutes les entreprises choisissant de s'enregistrer en tant qu'EU Inc. Le cadre d'insolvabilité simplifié ne s'applique qu'aux jeunes pousses innovantes, la plupart des entreprises restant soumises aux régimes nationaux existants. De plus, les procédures d'insolvabilité, la hiérarchie des créanciers et les procédures judiciaires restent largement régies par la législation nationale, ce qui

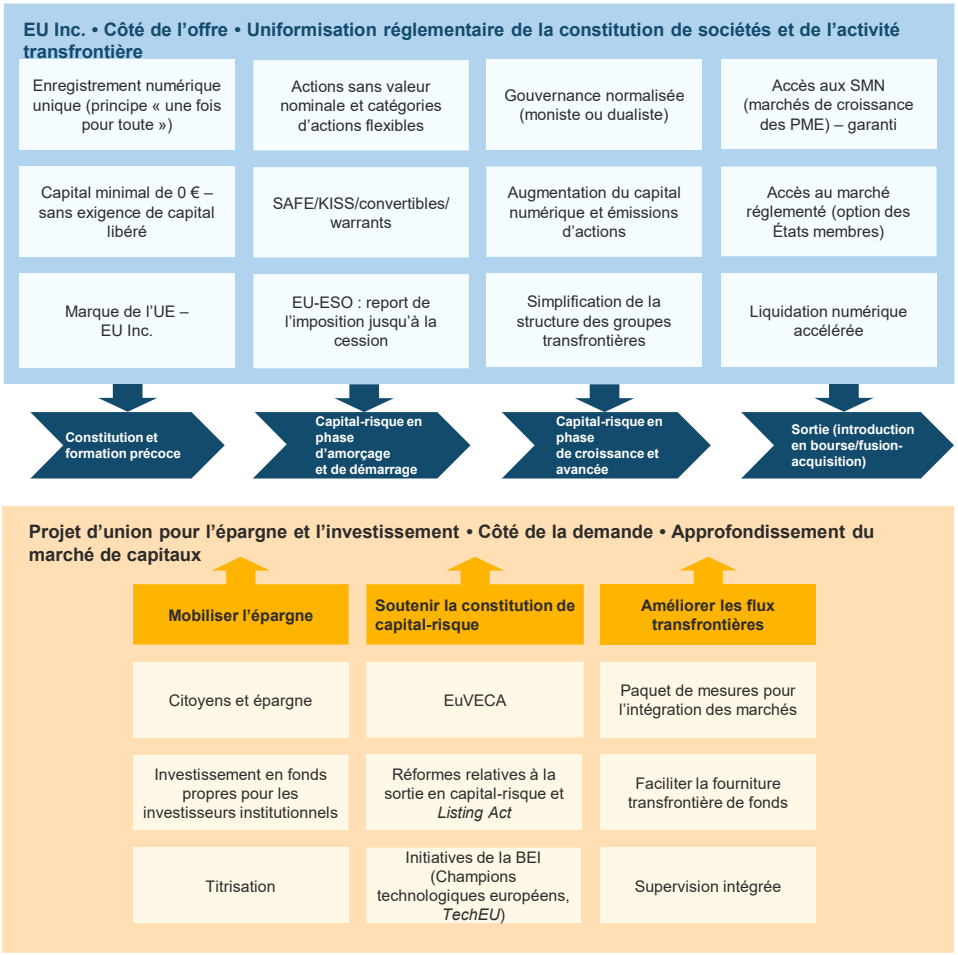
implique que la forte hétérogénéité des taux de recouvrement et des délais de résolution devrait persister.

À l'autre extrémité du cycle de vie des entreprises, la proposition n'englobe pas les obstacles qui empêchent les entreprises prospères de se développer et de sortir par le biais des marchés boursiers. La proposition établit l'accès aux systèmes de négociation multilatérale, qui sont particulièrement importants pour les jeunes entreprises, mais elle n'offre pas de voie d'accès comparablement intégrée aux marchés réglementés aux entreprises arrivant à maturité et nécessitant de gisements de capital plus profonds. Le fait de laisser cet accès à la compétence du droit national ne permet pas de remédier à la fragmentation au stade de la montée en puissance et de la sortie, ce qui pourrait limiter les introductions en bourse et affaiblir les possibilités de sortie du capital-risque et les valorisations.

Les dispositions de financement de EU Inc. complètent plus largement les objectifs de l'union pour l'épargne et l'investissement. EU Inc. cherche à réduire les frictions juridiques qui affectent la capacité des entreprises à accéder à des fonds propres externes en créant un cadre d'entreprise harmonisé. L'union pour l'épargne et l'investissement vise à mobiliser l'épargne et à améliorer l'allocation du capital-risque en approfondissant et en intégrant les marchés de capitaux. En ce sens, EU Inc. soutient l'offre de véhicules d'investissement d'entreprise, tandis que l'union pour l'épargne et l'investissement vise à accroître la demande d'investissements transfrontières.

Figure 3

Interactions entre EU Inc. et le projet d'union pour l'épargne et l'investissement



Source : Services de la BCE.

Cette complémentarité est particulièrement évidente sur les marchés du capital-risque. En réduisant les frais juridiques et en standardisant les instruments de financement des entreprises, EU Inc. réduit les barrières à l'investissement transfrontière et facilite une plus grande intégration des marchés de capitaux. Toutefois, son efficacité dépend *in fine* de la disponibilité d'investisseurs disposés à déployer des capitaux au-delà des frontières. À l'inverse, un marché de capitaux européen plus fort et plus intégré aboutira probablement si les entreprises opèrent dans un cadre commun. C'est particulièrement vrai pour réduire l'écart de financement au cours des phases ultérieures du développement des entreprises en Europe, où les possibilités sont limitées par la fragmentation des marchés boursiers et la relative superficialité des marchés secondaires. Le projet EU Inc. et l'union pour l'épargne et l'investissement devraient être vus comme des initiatives qui se renforcent mutuellement : l'un réduit la fragmentation du droit des sociétés, tandis que l'autre élargit le gisement de capital pour financer la croissance.

4 Conditions de l'efficacité économique du projet EU Inc.

EU Inc. fonctionnera comme un régime d'entreprise facultatif parallèlement aux cadres nationaux existants du droit des entreprises. La quantification de son impact macroéconomique dépasse le champ de cet article, car son efficacité dépendra des décisions des entreprises quant à l'adoption de ce régime et des réformes qui seront menées en complément. Néanmoins, les simulations du Fonds monétaire international suggèrent que des réformes réduisant les barrières à l'entrée pour les entreprises et améliorant les cadres d'insolvabilité peuvent générer des gains économiques importants (Dizioli *et al.*, 2026).

Une première condition de réussite est que le régime demeure suffisamment attractif pour parvenir à une large adoption par le marché. Les incitations pour les entreprises à adopter le régime EU Inc. sont susceptibles de différer d'un État membre à l'autre. L'adoption de ce régime devrait être plus élevée lorsque les cadres juridiques nationaux demeurent comparativement restrictifs ou imposent une charge administrative. D'après l'évaluation d'impact réalisée par la Commission européenne, environ 300 000 entreprises pourraient adopter le régime EU Inc. à un horizon de dix ans, ce qui se traduirait par des économies administratives pour les entreprises comprises entre 328 et 440 millions d'euros [4]. Ces économies devraient résulter principalement de la simplification des procédures d'immatriculation, du principe « une fois pour toutes », de la suppression des exigences de fonds propres minimales et des procédures numérisées de cessation d'activité.

Une deuxième condition est la mise en œuvre cohérente dans l'ensemble de l'UE. Bien que le règlement établisse un cadre commun substantiel pour le droit des entreprises, des aspects importants, tels que les procédures d'immatriculation, les pratiques administratives, le règlement des litiges et certaines parties du processus de création d'entreprises (*incorporation*), restent intégrés dans les systèmes juridiques nationaux. Des pratiques administratives ou des interprétations juridictionnelles divergentes pourraient réduire la sécurité juridique et affaiblir les avantages tirés de l'harmonisation. Pour répondre aux préoccupations liées à la mise en œuvre du régime et au règlement des litiges, la Commission suggère que les États membres envisagent de mettre en place des chambres judiciaires spécialisées pour les affaires liées au régime EU Inc.

Troisièmement, le régime EU Inc. devrait être complété par des réformes plus larges du marché unique afin de soutenir la croissance et l'expansion transfrontière des entreprises. La fiscalité, la réglementation du marché du travail, y compris la codétermination, l'insolvabilité et la législation sectorielle, restent largement régies par les cadres nationaux [5]. Même si la proposition a le potentiel de

---

[4] Commission européenne (2026), « Document de travail des services de la Commission – Rapport d'évaluation d'impact accompagnant le document Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif au cadre juridique du 28e régime pour les entreprises – « EU INC » ».

[5] L'approche de la Commission reflète en partie les contraintes du traité : si l'harmonisation du droit des entreprises peut être poursuivie par un règlement conformément à l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) à la majorité qualifiée, plusieurs des domaines en interaction, la fiscalité des entreprises en vertu de l'article 115 du TFUE et certains aspects du droit du travail requièrent l'unanimité au Conseil de l'Union européenne, ce qui rend difficile, politiquement et juridiquement, de réaliser une harmonisation transversale complète au sein d'un instrument unique.

réduire la dimension « droit des entreprises » de la fragmentation, elle n'élimine pas la complexité réglementaire plus large associée au fait d'opérer dans différents États membres. Sa contribution aux décisions de développement des entreprises dépendra donc des progrès complémentaires dans d'autres domaines, notamment le projet d'union pour l'épargne et l'investissement. Ce potentiel est exploré dans l'encadré 2.

Enfin, l'impact à long terme du projet EU Inc. dépendra probablement de la dynamique de réseau auto-entretenue. À mesure que l'adoption du régime s'accroîtra, les investisseurs, les conseillers juridiques, les intermédiaires financiers et les tribunaux devraient accumuler de l'expérience quant au fait de disposer d'un cadre d'entreprise commun, ce qui réduira l'incertitude juridique, normalisera les pratiques contractuelles et réduira encore les coûts de transaction. L'expérience du droit des entreprises du Delaware illustre la façon dont ces effets de réseau peuvent transformer progressivement un régime juridique facultatif en une norme de marché largement reconnue. Elle souligne également l'importance de compléter l'harmonisation juridique par des tribunaux spécialisés, une expertise juridique accumulée, des marchés de capitaux profonds et un environnement juridique fédéral unifié.

Encadré 2
Prochaines étapes : contraintes et voies pragmatiques

Daphne Momferatou et Leo Orlygsson

La proposition de la Commission européenne est en cours de discussion au Parlement européen et au Conseil de l'Union européenne, un accord final étant attendu d'ici fin 2026. Les débats sur la proposition et sur un éventuel élargissement futur au-delà du droit des entreprises seront probablement déterminés par des préférences sociétales et politiques plus larges concernant la prise de risque, la fiscalité, les marchés du travail et d'autres questions sensibles.

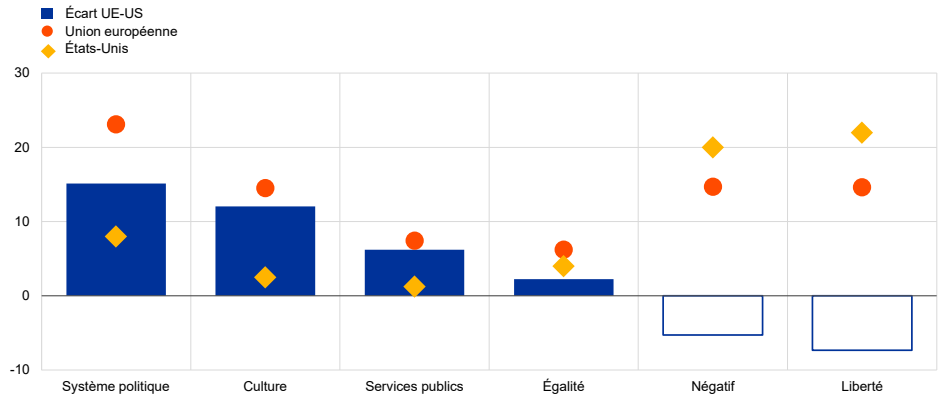
Les résultats d'enquêtes suggèrent que les Européens attachent davantage de valeur à leurs systèmes politiques et à leurs services publics, tandis que les Américains accordent plus d'importance à la liberté et aux opportunités (graphique A). Les données sur les différences entre l'UE et les États-Unis montrent qu'une participation au marché moins élevée dans l'UE indique une moindre tolérance au risque, une confiance plus faible dans les marchés et des lacunes en matière d'éducation financière de base (Christelis *et al.*, 2026). Ces préférences contribuent à expliquer les différences de cadres institutionnels, notamment l'équilibre entre stabilité, redistribution, réglementation et soutien à la prise de risque entrepreneuriale. Elles suggèrent également que le soutien aux réformes impliquant d'importants arbitrages sociaux est susceptible de varier d'un pays et d'une partie prenante à l'autre [6].

[6] Cf. également la discussion pertinente dans Wunsch et Langenus (2026).

Graphique A

Sources de fierté nationale dans l'Union européenne et aux États-Unis

(part des participants mentionnant ce qui les rend fiers de leur pays ; différence en points de pourcentage entre les parts de l'UE et des États-Unis)



Sources : Pew Research Center et calculs de la BCE.
Notes : Réponses à la *Pew Global Attitudes Survey* du printemps 2025. Les valeurs de l'UE sont des moyennes pondérées du PIB dans neuf États membres (Allemagne, Grèce, Espagne, France, Italie, Hongrie, Pays-Bas, Pologne et Suède). Les valeurs positives indiquent des parts plus élevées dans l'UE qu'aux États-Unis. La catégorie « Négatif » fait référence aux réponses exprimant un manque de fierté.

Il est difficile de parvenir à un cadre européen pleinement harmonisé pour le droit des entreprises. Un régime optionnel disponible en parallèle des 27 régimes nationaux existants représente donc une alternative pragmatique, permettant aux entreprises de choisir un cadre commun tout en préservant les systèmes nationaux. Trois voies complémentaires pourraient soutenir son développement progressif, y compris dans des domaines qui restent en dehors du champ d'application de la proposition.

La première voie consiste en une intégration différenciée par le biais d'une coopération renforcée ou de coalitions de ceux qui, parmi les États membres, souhaitent coopérer [7]. Le brevet unitaire et la juridiction unifiée du brevet illustrent comment un cadre facultatif à l'échelle de l'UE peut voir le jour lorsque l'unanimité est sans cela difficile à obtenir. Pour le projet EU Inc., une telle coopération pourrait soutenir des modules adjacents tels que des tribunaux spécialisés, une documentation normalisée pour l'investissement et des outils de déclaration communs.

La deuxième voie implique une expérimentation réglementaire via des « bacs à sable » ou des régimes pilotes. S'agissant du projet EU Inc., cela pourrait permettre de vérifier si l'harmonisation est efficace, en particulier en ce qui concerne la réglementation, avant que le régime ne soit pleinement déployé dans l'ensemble de l'UE. Le régime pilote DLT montre comment l'expérimentation contrôlée de nouvelles infrastructures de marché peut coexister avec des objectifs de protection des investisseurs et de stabilité financière [8]. Le cadre EU Inc. proposé pour le droit des entreprises pourrait aussi compléter utilement les solutions technologiques dans les

[7] La coopération renforcée est un mécanisme formel fondé sur le traité de l'UE qui permet à un groupe d'États membres de l'UE d'adopter entre eux des règles contraignantes de l'UE, tandis qu'une coalition des volontés est un accord informel de coopération en dehors d'un cadre juridique spécifique de l'UE.

[8] La BCE a salué le régime et son extension, mais souligne la nécessité d'un cadre juridique plus large pour les actifs tokenisés. Cf. le discours liminaire de Piero Cipollone lors d'un événement organisé par la Maison de l'euro sur le thème « Construire l'écosystème européen intégré d'actifs numériques : de la vision à la mise en œuvre ».

différents États membres [9]. Une approche similaire à celle des bacs à sable dont la mise en œuvre est réussie à l'échelle de l'UE pourrait être appliquée à la fiscalité et au droit du travail.

Une troisième voie est la convergence guidée par le marché vers une adoption volontaire. Si le régime EU Inc. se révèle attrayant pour les jeunes entreprises transfrontières et les investisseurs, l'adoption volontaire pourrait elle-même encore renforcer l'intégration. Les pressions concurrentielles peuvent encourager les autorités nationales à moderniser leurs cadres, permettant ainsi l'apparition d'une convergence via l'ajustement indépendant des pratiques de marché plutôt qu'une harmonisation descendante. Au fil du temps, cela pourrait favoriser une convergence plus large au-delà des entreprises utilisant directement le régime EU Inc.

5 Quelques remarques conclusives

Le défi en matière de compétitivité auquel l'Europe est confrontée est de plus en plus reconnu comme un défi d'expansion et d'internationalisation des entreprises, mais la dimension « droit des entreprises » reste largement ignorée. La coexistence de 27 régimes nationaux de droit des entreprises signifie que les entreprises qui se développent au sein du marché unique restent confrontées à une fragmentation juridique en matière de création, de financement, de gouvernance et de sortie.

Dans ce contexte, la proposition de régime EU Inc. marque une étape importante vers une plus grande harmonisation du droit des entreprises. En introduisant un cadre d'entreprise commun facultatif, ce régime pourrait réduire la fragmentation juridique, abaisser les coûts de transaction et améliorer la prévisibilité de l'activité transfrontière des entreprises. Il pourrait donc devenir un élément important d'un paysage européen plus intégré pour les entreprises et les investissements. Toutefois, ses bénéfices économiques dépendront des progrès complémentaires réalisés dans le cadre du marché unique et du projet d'union pour l'épargne et l'investissement, notamment une intégration plus poussée des marchés de capitaux et de nouvelles réductions de la fragmentation réglementaire.

L'expérience tirée d'autres régimes de droit des entreprises suggère que les bénéfices de l'harmonisation vont au-delà du texte juridique. L'efficacité d'un cadre commun pour les entreprises dépend de sa conception formelle ainsi que de la sécurité juridique, des pratiques de marché et de l'expérience institutionnelle qui se développent autour de celui-ci au fil du temps. L'impact final de la proposition dépendra de la capacité du processus législatif à préserver un cadre suffisamment harmonisé et d'une mise en œuvre suffisamment cohérente pour favoriser une norme européenne reconnue en matière d'entreprises permettant de soutenir la croissance des entreprises dans l'ensemble du marché unique.

[9] Dans son discours liminaire intitulé « Construire les rails pour les marchés financiers tokenisés de l'Europe », Piero Cipollone a souligné que les solutions technologiques ne peuvent à elles seules surmonter la fragmentation juridique et mis en avant le potentiel de progrès qui pourrait être réalisé avec le cadre juridique sous-jacent EU Inc.

Le régime EU Inc. n'est pas la solution miracle au défi que l'Europe doit relever en matière d'expansion et d'internationalisation des entreprises. En tant que régime facultatif, son impact économique dépendra de la volonté des entreprises à l'adopter et de sa mise en œuvre cohérente dans les différents États membres. De plus, la proposition se concentre délibérément sur le droit des entreprises, de sorte qu'elle ne traite pas des facteurs complémentaires qui déterminent la croissance des entreprises, tels que la fiscalité et la réglementation du marché du travail. De même, plusieurs contraintes qui deviennent particulièrement pertinentes en aval du développement des entreprises, telles que les cadres d'insolvabilité plus larges, la profondeur des marchés d'actions et la disponibilité du financement de croissance de phase avancée et l'intégration judiciaire, sortent largement du champ d'application de la proposition. Les négociations relatives au régime UE Inc. se poursuivent, le Conseil de l'Union européenne ayant invité les colégislateurs à parvenir à un accord d'ici fin 2026 [10]. Le texte final contribuera à déterminer si l'Europe peut créer un environnement dans lequel les entreprises innovantes non seulement démarrent, mais se développent, investissent et restent en Europe.

Bibliographie

Adilbish (O.E.), Cerdeiro (D.A.), Duval (R.A.), Hong (G.H.), Mazzone (L.), Rotunno (L.), Toprak (H.H.) et Vaziri (M.) (2025), « *Europe's Productivity Weakness: Firm-level Roots and Remedies* », *Working Paper n° 2025/040*, Fonds monétaire international, février.

Alon-Beck (A.) (2025), « *Incorporating Unicorns: An Empirical Analysis* », *Houston Law Review*, vol. 62, nº 5, p. 891-952.

Anaya Longaric (P.), Bellinghausen (L.), Parisi (L.), Quaglietti (L.) et van Overbeek (F.) (2026), « Évaluer l'intégration transfrontière des marchés d'actions dans la zone euro : éléments tirés d'un modèle de gravité », *Bulletin économique*, n° 3, BCE.

Andrews (D.), Criscuolo (C.) et Gal (P.N.) (2016), « *The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy* », *OECD Productivity Working Papers*, n° 2016-5, OECD Publishing, Paris.

Armour (J.) et Cumming (D.) (2008), « *Bankruptcy law and entrepreneurship* », *American Law and Economics Review*, vol. 10, nº 2, p. 303-350.

Baumann (A.), Gati (Z.), Vinci (F.), Wolf (G.) (2026), « Le manque de capital-risque en Europe et le financement des entreprises à forte croissance », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

[10] La proposition de la Commission européenne fait actuellement l'objet de négociations dans le cadre de la procédure législative ordinaire, les discussions se poursuivant tant au sein du Conseil de l'Union européenne qu'au Parlement européen. Le texte final pourrait donc différer de la proposition de la Commission européenne, les colégislateurs devant définir leur propre orientation.

Bernasconi (R.), Cordemans (N.), Gunnella (V.), Pongetti (G.) et Quaglietti (L.) (2025), « Quel est le potentiel inexploité du marché unique de l'UE ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Bothner (J.), Lopez-Garcia (P.), Momferatou (D.) et Setzer (R.) (2026), « *Why is Europe lagging behind in high tech sectors? The role of US spillovers and global risk* », *Working Paper Series*, n° 3185, BCE, 2021.

Broughman (B.), Fried (J. M.) et Ibrahim (D.) (2014), « *Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence* », *The Journal of Law and Economics*, vol. 57, n° 4, p. 865-895.

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

Cary (W. L.) (1974), « *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware* », *The Yale Law Journal*, vol. 83, n° 4, p. 663-705.

Cipollone (P.) (2026), « *Building the rails for Europe's tokenised financial markets* », discours liminaire lors d'un événement sur le thème « *Building Europe's integrated digital asset ecosystem: from vision to implementation* » organisé par la Maison de l'euro, Bruxelles, 23 mars.

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

Christelis (D.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.), Kenny (G.) et Meyer (J.) (2026), « *Stockholding in Europe: Evidence from the Consumer Expectations Survey* », *Working Paper Series*, n° 3239, BCE.

Christelis (D.), la Franca (I.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.), Kenny (G.) et Meyer (J.), (2026), « *Why do euro area consumers (not) invest in stocks?* », *SUERF Policy Brief,* n° 1518, SUERF.

CompNet (2025), « *Firm Productivity Report* », avril.

Dizioli (A.), Fotiou (A.) et Garrido (J.M.) (2026), « *Toward a 28th European Enterprise Regime: A Single Rulebook to Enable Cross-Border Scale-Up in Europe* », *Departmental Paper Series*, n° 2026/014, Fonds monétaire international.

Draghi (M.) (2024), « L'avenir de la compétitivité européenne », Commission européenne, septembre.

Autorité bancaire européenne (2025), « *Call for advice for the purposes of benchmarking of national loan enforcement frameworks (Final report)* », octobre.

Banque européenne d'investissement (BEI) (2026a), « *Drivers of relocation by innovative EU startups and scaleups* ».

Banque européenne d'investissement (BEI) (2026b), « *EIB Investment Report 2025/2026* ».

Groupe de travail sur la productivité, l'innovation et le progrès technologique de l'Eurosystème, « *Key factors behind productivity trends in EU countries* », *Occasional Paper Series*, n° 268, BCE, Francfort-sur-le-Main.

Fedotenkov (I.) et Vandeplas (A.) (2026), « Demographic Change and Business Dynamics in the EU », *European Economy Discussion Papers*, n° 251, Commission européenne.

Fuest (C.), Gros (D.), Mengel (P.-L.), Presidente (G.) et Tirole (J.) (2024), « *EU Innovation Policy: How to Escape the Middle Technology Trap* », ifo Institute.

Gelter (M.) (2017), « *Centros, the Freedom of Establishment for Companies and the Court's Accidental Vision for Corporate Law* », *in* Nicola (F.) et Davies (B.) (eds.), *EU Law Stories: Contextual and Critical Histories of European Jurisprudence*, Cambridge University Press, p. 309-337.

Klepper (S.) (1996) « *Entry, Exit, Growth, and Innovation over the Product Life Cycle* », *American Economic Review*, vol. 86, n° 3, p. 562-583.

Letta (E.) (2024), « *Much more than a market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens* », avril.

OCDE (2021), « *Understanding Firm Growth:Helping SMEs Scale Up* », *OCDE Studies on SMEs and Entrepreneurship*, *OECD Publishing*, Paris.

OCDE (2026), « *OECD Compendium of Productivity Indicators 2026* », *OECD Publishing*, Paris.

Schnabel (I.) (2026), « *Made in Europe* », discours lors d'une conférence à la mémoire d'Eugen Böhm von Bawerk, Österreichische Akademie der Wissenschaften, Vienne, 11 février.

Whitehead (C.K.) (2025), « *Delaware's Agency Problem* », *Cornell Legal Studies Research Paper Series*, n° 25-25, Cornell University Law School, août.

Weik (S.), Achleitner (A.K.) et Braun (R.) (2024), « *Venture capital and the international relocation of startups* », *Research Policy*, vol. 53, nº 7.

Wunsch (P.) et Langenus (G.) (2026), « *Eurosclerosis 2.0 in a Changing World: From Repetition to Rupture* », *Policy Paper*, Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique.

2 Les dépenses de défense et leurs effets macroéconomiques à court et à long terme

Cristina Checherita-Westphal, Marta Rodríguez-Vives, Tibor Lalinský et Miles Parker

1 Introduction

La plupart des pays européens se sont engagés à augmenter substantiellement leurs dépenses de défense au cours de la prochaine décennie. Cette tendance est soutenue par les efforts déployés par l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN) pour atteindre un objectif plus ambitieux en matière de dépenses de défense et par les récentes initiatives européennes visant à accélérer les investissements dans la défense et à renforcer l'autonomie stratégique de l'Europe. Lors du sommet de l'OTAN de juin 2025, les pays membres de l'OTAN se sont engagés à dépenser 5 % de leur PIB par an d'ici 2035. Lors du sommet de l'OTAN de juillet 2026, ses pays membres ont réaffirmé à la fois cet engagement de dépenses et leur soutien à l'Ukraine. L'objectif de 5 % du PIB se compose de 3,5 % des dépenses de défense proprement dites et de 1,5 % du PIB pouvant être consacré à d'autres activités liées à la défense et à la sécurité.

La plupart des pays européens ont significativement réduit leurs dépenses de défense au cours des trois dernières décennies, après la fin de la guerre froide. Cette réallocation des ressources publiques a soutenu d'autres priorités politiques. Toutefois, elle a également contribué à un sous-investissement dans les capacités de défense, à une fragmentation de la base industrielle et technologique de défense de l'UE (*EU defence technological and industrial base*, EDTIB) et à une dépendance croissante vis-à-vis de fournisseurs de systèmes militaires critiques non européens (principalement américains). Cette fragmentation a entraîné des coûts économiques importants en raison de doublons dans les passations de marchés, de faibles économies d'échelle et de moindres incitations à la capacité d'innovation. La reconstruction/reconstitution des capacités de défense et le renforcement de l'EDTIB nécessiteront un financement durable, une plus grande coordination entre les États membres de l'UE et des stratégies de passation de marchés plus intégrées.

Plusieurs initiatives à l'échelle de l'UE soutiennent désormais la croissance des dépenses de défense et de l'EDTIB. Le plan « Préparation à l'horizon 2030 » a été lancé par la Commission européenne en mars 2025. Premièrement, le plan soutient une augmentation des dépenses de défense au niveau national. En conséquence, dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), l'activation des clauses dérogatoires nationales (*national escape clauses*, NEC) permet aux États membres de l'UE d'accroître les investissements et les autres dépenses de défense au-delà des limites convenues précédemment. L'écart est limité à un maximum de 1,5 % du PIB au cours de la période 2025-2028 à condition de préserver la soutenabilité de la dette à moyen terme. Deuxièmement, le plan inclut

l'instrument SAFE (*Security Action for Europe*), d'une capacité totale de 150 milliards d'euros, qui fournit des prêts aux États membres de l'UE pour favoriser les investissements dans la défense par le biais de marchés publics communs. Troisièmement, le plan « Préparation à l'horizon 2030 » confie à la Banque européenne d'investissement la mission d'élargir et de développer la portée de ses prêts en faveur de projets liés à la défense et à la sécurité. Enfin, plusieurs autres initiatives de l'UE renforcent l'aide à la sécurité en faveur de l'Ukraine. Elles peuvent ne pas avoir d'impact direct sur l'économie de la zone euro, mais contribuer indirectement à l'amélioration de la sécurité et des capacités militaires en Europe [68].

Les dépenses agrégées de la zone euro en matière de défense pourraient augmenter de près de 1 point de pourcentage du PIB au cours de la prochaine décennie et atteindre 2,5 % du PIB en 2035, selon la base de données budgétaire JANES [69]. Une décomposition par type de dépenses montre qu'à moyen terme, les passations de marchés seront probablement à l'origine des hausses des dépenses, tandis qu'à des horizons plus longs, les dépenses de personnel ainsi que les dépenses d'exploitation et d'entretien devraient dominer (graphique 1). L'investissement dans la recherche et le développement (R&D) en matière de défense dans la zone euro est marginal, contrairement à la contribution attendue pour l'ensemble de l'OTAN.

---

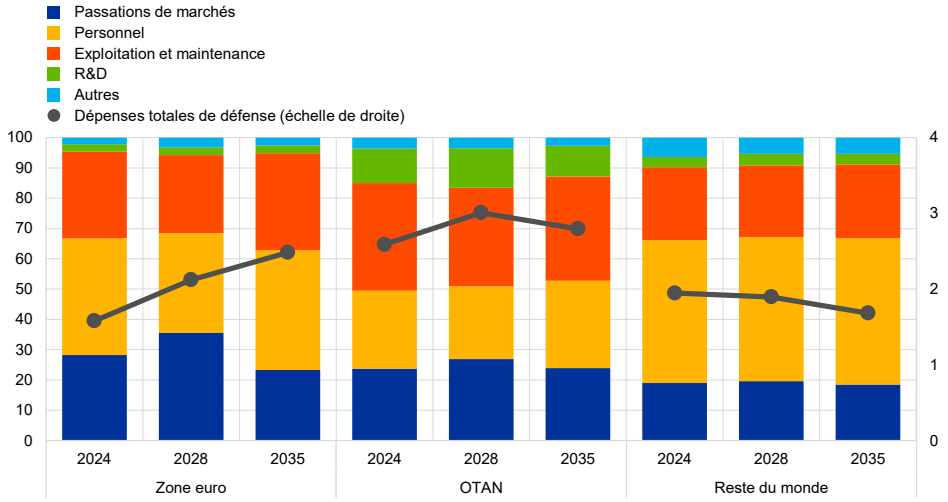
68 Cf. Commission européenne (2025) « La Commission dévoile le livre blanc pour une défense européenne et le plan « ReArm Europe »/Préparation à l'horizon 2030 », *communiqué de presse*, 19 mars, et la documentation associée. Plus récemment, le Conseil européen a adopté un acte législatif qui sous-tend l'octroi à l'Ukraine d'un prêt de soutien de 90 milliards d'euros. Cf. Conseil européen (2026), « Le Conseil finalise l'établissement d'un prêt de soutien à l'Ukraine de 90 milliards d'euros », *communiqué de presse*, 23 avril. Ce prêt sera financé par des emprunts de l'UE sur le marché des capitaux, qui seront adossés à la marge de manœuvre du budget de l'UE.

69 La base de données JANES sur le budget de la défense (*JANES defence budget*, JDB) est une base de données commerciale qui fournit des données et des projections sur le budget de la défense pour 112 pays sur la période 2005-2036. Dans la mesure du possible, le JDB utilise des données budgétaires provenant de sources gouvernementales officielles : programmes en cours et annoncés, livres blancs, stratégies de défense, annonces de financement et prévisions sur dix ans fondées sur les cycles de remplacement des équipements. L'encadré 1 compare uniquement les données officielles de la CFAP et celles de la base de données de l'OTAN.

Graphique 1

Évolution des dépenses de défense par type de dépenses (2024-2035)

(échelle de gauche : parts des dépenses de défense totales ; échelle de droite : en pourcentage du PIB)



Sources : Base de données JANES et calculs des services de la BCE.
Notes : Les données agrégées pour la zone euro n'intègrent pas celles de Malte et de Chypre. L'agrégat de l'OTAN exclut l'Autriche, Chypre, l'Irlande et Malte, pays de la zone euro n'appartenant pas à l'OTAN. Le « reste du monde » exclut les pays membres de l'OTAN. Sur la base des données JANES. R&D désigne la recherche, le développement, les tests et l'évaluation.

L'augmentation des dépenses de défense en Europe a plusieurs implications macroéconomiques. Les dépenses militaires affectent la production économique par le biais de trois canaux principaux : la demande, l'offre et la sécurité (Dunne *et al*., 2005). À court et moyen terme, les dépenses publiques en infrastructures, en personnel militaire et en matériel de défense stimulent la demande intérieure. La mesure dans laquelle cela affecte l'activité économique dépend, entre autres facteurs, de la mesure dans laquelle les dépenses restent au sein de l'économie nationale. À plus long terme, les dépenses de défense peuvent accroître l'offre agrégée en augmentant le stock de capital de l'économie et en encourageant l'innovation et le développement technologique. Enfin, une plus grande sécurité intérieure peut contribuer à atténuer les effets négatifs de l'incertitude géopolitique sur la consommation et l'investissement (Brignone *et al*., 2026). Dans la suite de cet article, la section 2 dresse un bilan des dépenses de défense dans les pays de la zone euro et examine les statistiques relatives aux dépenses de défense. La section 3 aborde les effets macroéconomiques à court et moyen terme de l'augmentation des dépenses de défense, en se concentrant sur l'horizon des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. Enfin, la section 4 examine les influences à plus long terme sur l'offre et la croissance économique.

2 Comparaison entre pays des dépenses de défense dans la zone euro

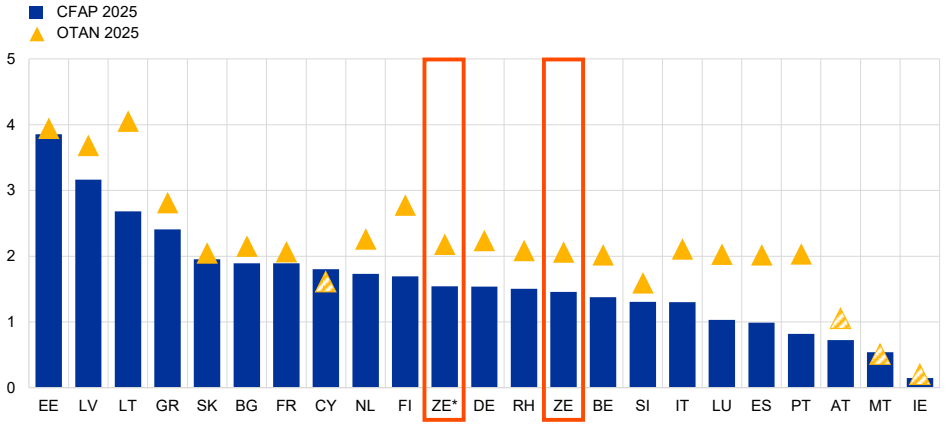
Les dépenses de défense en pourcentage du PIB ont augmenté dans la plupart des pays européens en 2025 par rapport à 2024, même si elles ne sont supérieures à 2 % que dans quatre pays de la zone euro (graphique 2). Les données s'appuyant sur la classification des fonctions des administrations publiques (CFAP) relatives aux dépenses de défense constituent la référence clé pour analyser le montant des dépenses publiques consacrées à la défense en utilisant les comptes nationaux. Il s'agit également de l'indicateur utilisé dans le cadre budgétaire européen pour évaluer l'activation des NEC. Selon ces données, parmi les pays de la zone euro membres de l'OTAN, les pays baltes et la Grèce ont consacré plus de 2 % de leur PIB à la défense en 2025, tandis que la Slovaquie, la Bulgarie et la France étaient proches de ce seuil. En revanche, les dépenses des pays de la zone euro n'appartenant pas à l'OTAN sont restées faibles (par exemple, 0,1 % du PIB de l'Irlande ou, de manière équivalente, 0,3 % du RNB* [70], 0,5 % du PIB de Malte et 0,7 % du PIB de l'Autriche), à l'exception de Chypre, dont les dépenses de défense représentent 1,8 % du PIB. Par rapport à 2024, l'agrégat estimé pour la zone euro a légèrement augmenté, de 0,1 point de pourcentage, pour s'établir à près de 1,5 % du PIB en 2025. La moyenne estimée pour 2025 est légèrement supérieure à 1,5 % du PIB si l'on prend en compte uniquement les pays de la zone euro qui sont membres de l'OTAN.

[70] Le revenu national brut modifié (RNB*) est un indicateur publié par le bureau central des statistiques d'Irlande (*Central Statistics Office*), qui vise à mesurer la taille de l'économie irlandaise en excluant les effets de la mondialisation. Il soustrait du RNB total les amortissements de la propriété intellectuelle, les amortissements des avions en *leasing* et le revenu net des facteurs des sociétés anonymes redomiciliées.

Graphique 2

Dépenses de défense selon les données de la CFAP et de l'OTAN

(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat (2026b, avril), OTAN (juillet 2026) et Agence européenne de défense.
Notes : L'Agence européenne de défense (AED) collecte des données auprès des ministères de la défense de tous les États membres de l'UE et de certains pays hors UE, indépendamment de leur adhésion à l'OTAN. Les pays sont classés selon les dépenses de défense de la CFAP en pourcentage du PIB en 2025. Pour l'Irlande, l'Espagne et les Pays-Bas, les données 2025 de la CFAP présentées sont approximées par les données 2024 de la CFAP et la croissance de l'investissement dans la défense sur la période 2024-2025. Pour l'Italie et Chypre, les données 2025 de la CFAP présentées sont approximées par les données 2023 de la CFAP et la croissance de l'investissement dans la défense sur la période 2023-2025. Pour les États membres de l'UE n'appartenant pas à l'OTAN, les dépenses de défense indiquées par l'OTAN pour 2025 sont approximées par les dernières données disponibles de l'AED sur les dépenses de défense pour 2025 et marquées par les triangles jaunes striés de blanc. Deux agrégats estimés de la zone euro sont présentés : la zone euro (ZE) contient l'ensemble des 21 pays, tandis que la zone euro* (ZE*) ne contient que les pays de la zone euro membres de l'OTAN.

Selon les données de l'OTAN, les ratios dépenses de défense/PIB ont augmenté pour la plupart des pays de la zone euro. Les différences entre les bases de données de la CFAP et de l'OTAN résultent de plusieurs facteurs, comme expliqué dans l'encadré 1. Les différences entre les deux sources de données se sont globalement accentuées en 2025, ce qui peut être le résultat de différences de calendrier dans l'enregistrement des achats importants d'équipements. Par exemple, les données CFAP 2025 montrent un ratio de 1,5 % du PIB pour l'Allemagne en 2025, tandis que les données de l'OTAN indiquent 2,2 % du PIB. Tous les pays de la zone euro membres de l'OTAN, à l'exception de la Slovénie, ont déjà atteint 2 % du PIB en dépenses de défense selon la mesure de l'OTAN. Par conséquent, l'agrégat OTAN de la zone euro a été estimé à près de 2,2 % du PIB en 2025 (et à 2,0 % du PIB pour l'agrégat de l'ensemble des pays de la zone euro).

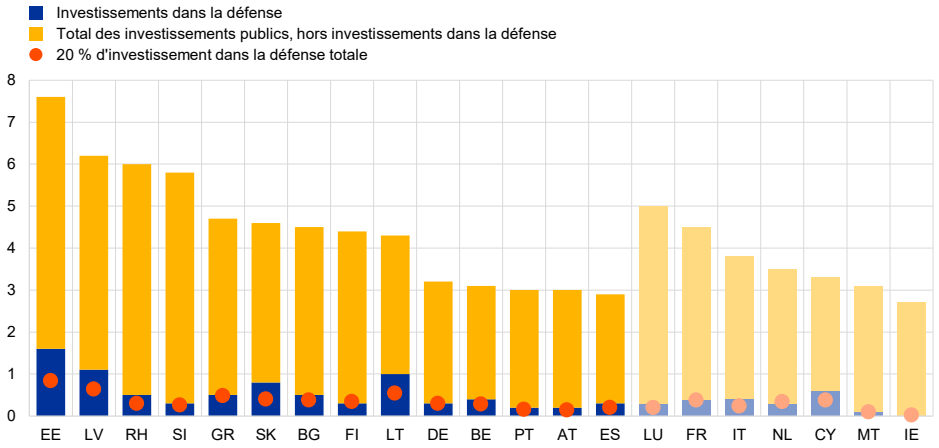
Pour la plupart des pays de la zone euro, l'investissement public dans la défense a augmenté en 2025 et a représenté plus de 20 % du budget de la défense (graphique 3). Les dépenses de défense sont principalement affectées à la rémunération des salariés, suivies de la consommation intermédiaire et de l'investissement, la composition étant relativement stable dans le temps. Toutefois, après des variations limitées en 2024, la plupart des pays de la zone euro ont fait état d'une hausse du ratio investissement dans la défense/PIB en 2025. Dans l'ensemble, les dépenses agrégées d'investissement dans la défense de la zone euro ont augmenté de 0,3 point de pourcentage du PIB par rapport à 2024. En outre, en 2025, la plupart des pays de la zone euro ont alloué plus de 20 % de leur budget de défense à l'investissement. Même si, dans la plupart des pays de la zone euro, l'investissement dans la défense représente une part relativement faible de l'investissement public total, il devient à la fois une composante plus structurelle et

plus pertinente pour la croissance et la stratégie budgétaire à long terme de l'Europe. Au fil du temps, cela peut également entraîner une augmentation des dépenses courantes (consommation intermédiaire) en raison des coûts spécifiques associés au maintien d'un stock plus élevé d'équipements militaires.

Graphique 3

Investissements publics et investissements dans la défense en 2025

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat (2026b, avril).
Notes : L'ordre des pays est déterminé par les dépenses totales d'investissement public (P.51G) en pourcentage du PIB en 2025. L'investissement dans la défense est défini dans le PSC comme la formation brute de capital fixe (P.51G). Les pays de la zone euro sont regroupés par pays ayant activé la clause dérogatoire nationale (NEC ; barres à gauche) et par pays hors NEC (barres plus claires, à droite).

Encadré 1
Comprendre les statistiques relatives aux dépenses de défense

Marta Rodríguez-Vives

Évaluer la récente augmentation des dépenses de défense n'est pas simple, car différents cadres statistiques coexistent. Les deux sources les plus largement utilisées sont les statistiques de la CFAP fondées sur les comptes nationaux et les statistiques des dépenses de défense de l'OTAN. Si ces deux types d'instruments ont une portée globalement comparable, visant à rendre compte des ressources consacrées à la défense, ils diffèrent en termes de principes comptables et d'objectifs statistiques.

Les dépenses de défense de la CFAP (division 02) fournissent une classification fonctionnelle des dépenses publiques au sein du Système européen des comptes (SEC 2010) et constituent donc le cadre privilégié pour analyser le rôle des dépenses de défense dans les finances publiques et celui de la politique budgétaire de l'UE. Les statistiques de l'OTAN, en revanche, sont conçues pour suivre les efforts de défense et les capacités militaires des membres de l'Alliance et reposent sur une définition légèrement plus large. Les chiffres de l'OTAN relatifs aux dépenses de défense sont donc généralement plus élevés que ceux de la CFAP (cf. Eurostat, 2026a, 2026b). Plusieurs facteurs expliquent les écarts entre les deux mesures.

1. Les dépenses de l'OTAN sont largement enregistrées sur la base de la comptabilité de caisse, tandis que les comptes nationaux suivent le principe de la comptabilité d'exercice : les dépenses sont enregistrées lorsque la propriété économique change, et non lorsque les paiements sont effectués. Cela peut générer des différences importantes chaque année pendant les périodes de réarmement, lorsque de grands projets d'achats militaires avec de longs délais de livraison sont en cours. Toutefois, les écarts entre la comptabilité de caisse et la comptabilité d'exercice ont tendance à se resserrer à long terme une fois que la propriété est intégralement transférée.

2. Le périmètre des dépenses de défense essentielles est plus large, avec un engagement de l'OTAN à hauteur de 3,5 % du PIB. Il inclut notamment les retraites militaires, les dépenses de santé pour le personnel militaire et d'autres coûts liés à la défense et à la sécurité. Dans les comptes nationaux, les retraites des militaires sont enregistrées sous la catégorie « Protection sociale » (catégorie 10 de la CFAP) et les soins de santé pour les militaires sous la catégorie « Santé » (catégorie 07 de la CFAP).

3. Un défi plus important découle de l'engagement supplémentaire de l'OTAN correspondant à 1,5 % du PIB, pour lequel il n'existe pas de catégorie unique équivalente de la CFAP. La composante « Autres dépenses liées à la défense et à la sécurité » inclut la protection des infrastructures critiques, les réseaux de défense, la préparation et la résilience civiles, l'innovation et le renforcement de la base industrielle de défense. Dans les comptes nationaux, ces dépenses sont réparties entre plusieurs fonctions de la CFAP, notamment les « Services généraux des administrations publiques » (catégorie 01), l'« Ordre et sécurité publics » (catégorie 03) et les « Affaires économiques » (catégorie 04).

4. Une autre clarification statistique concerne les capacités de défense, la composition des dépenses étant au moins aussi importante que leur niveau agrégé. La rémunération des salariés et la consommation intermédiaire, qui couvrent les biens et services utilisés dans la fourniture quotidienne de services de défense, tels que le carburant, l'entretien et la réparation, la logistique et d'autres intrants opérationnels, contribuent principalement au maintien des capacités existantes. En revanche, la formation de capital reflète l'accumulation d'actifs qui accroissent ou modernisent les capacités de défense. Dans les comptes nationaux (tableau A), l' « Investissement public dans la défense » (P.51g) comprend la formation brute de capital fixe classée dans la division 02 de la CFAP (Défense), y compris les systèmes d'armes militaires et les infrastructures militaires [1]. Toutefois, une composante importante du renforcement des capacités militaires peut être enregistrée dans la rubrique « Variation des stocks » (P.52). Les munitions, missiles, roquettes, bombes et autres articles militaires à usage unique ne sont pas considérés comme des actifs fixes dans les comptes nationaux, mais comme des stocks jusqu'à ce qu'ils soient utilisés et classés ensuite comme des consommations intermédiaires. L'exclusion des stocks sous-estimerait les ressources consacrées au renforcement des capacités de défense dans l'environnement géopolitique actuel. Comme l'a souligné la Commission européenne (2025), la formation de capital rend compte des investissements à long terme dans les capacités militaires. Elle couvre non seulement les infrastructures militaires et les systèmes d'armes, tels que les avions, les navires de guerre et les véhicules blindés, mais aussi l'accumulation de stocks de munitions et de missiles. Pour cette raison, et comme le montre le tableau A, les futures analyses de l'investissement dans la défense pourraient se concentrer sur la formation brute de capital (P.5) plutôt que sur la seule formation brute de capital fixe (P.51g), la première fournissant une mesure plus complète des ressources consacrées au renforcement des capacités militaires.

5. Enfin, la CFAP et l'OTAN s'appuient sur des sources différentes pour le dénominateur du PIB.

Tableau A

Dépenses de défense dans les comptes nationaux : quelles composantes sont liées à la capacité militaire ?

Composante (code SEC)	Exemples	Pertinence pour le renforcement des capacités
Rémunération des salariés (D.1)	Traitements et indemnités des militaires	Maintient les forces existantes
Consommation intermédiaire (P.2)	Carburant, frais de maintenance, logistique, formation	Soutient la préparation opérationnelle. La formation est importante pour les capacités militaires actuelles et futures.
Prestations sociales (D.62)	Retraites militaires et prestations connexes	Impact direct limité sur les capacités actuelles
Formation brute de capital fixe (P.51g)	Avions, navires de guerre, véhicules blindés, infrastructures militaires, systèmes d'armes	Élevée
Variation des stocks (P.52)	Munitions, missiles, roquettes, bombes, fournitures militaires de rechange	Élevée
Formation brute de capital (P.5 = P.51g + P.52)		Meilleure mesure de l'investissement dans les capacités militaires futures

Source : Auteurs, sur la base du SEC 2010.

[1] Selon le SEC 2010 (paragraphe 20.190), les systèmes d'armes militaires comprennent les véhicules et autres équipements – tels que les navires de guerre, les sous-marins, les avions de combat, les véhicules blindés et les lanceurs de missiles – qui sont utilisés de façon continue pendant plus d'un an dans la production de services de défense.

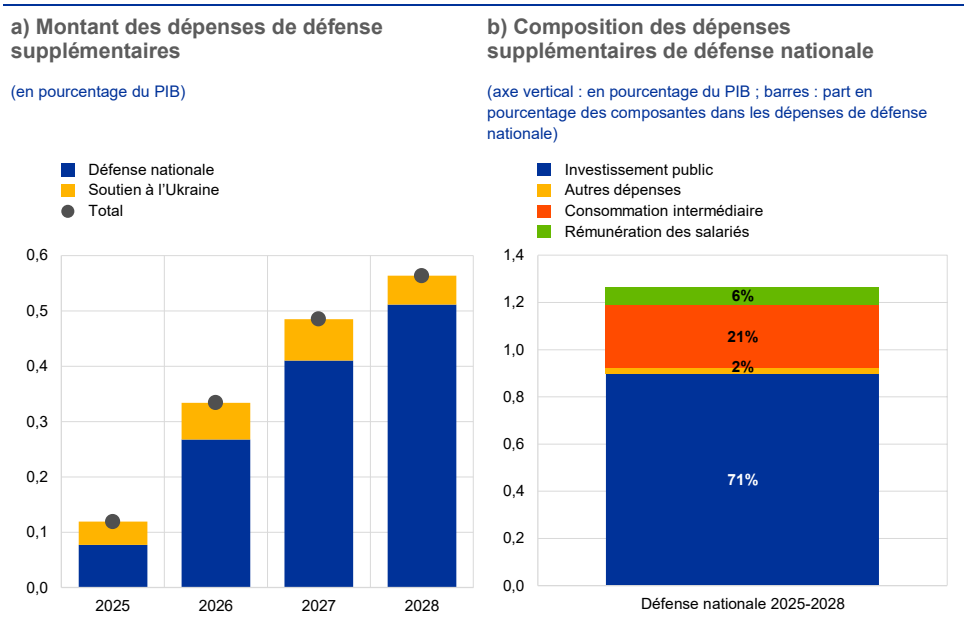
3 Implications budgétaires et macroéconomiques de l'augmentation des dépenses de défense à court et moyen terme

Les dépenses de défense supplémentaires de la zone euro depuis la conférence de Munich sur la sécurité début 2025 sont intégrées dans le scénario de base des projections de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème et atteignent 1,5 % du PIB en termes cumulés sur la période 2025-2028 (graphique 4, partie a). Ces dépenses incluent le soutien militaire à l'Ukraine (0,24 % du PIB en termes cumulés sur la période 2025-2028). Les estimations ont été révisées à la hausse d'environ 0,4 point de pourcentage par rapport à la première estimation des services de l'Eurosystème dans les projections de juin 2025 [2]. Cela reflète en partie le fait qu'un plus grand nombre de pays proposent de nouveaux plans de défense suffisamment détaillés pour être intégrés dans le scénario de base des projections établies par les services de l'Eurosystème. L'Allemagne continue de représenter l'essentiel de ces nouvelles mesures, dont la plupart du soutien à l'Ukraine. S'agissant uniquement des dépenses de défense nationale supplémentaires, qui sont pertinentes pour évaluer l'impact macroéconomique direct, l'Allemagne représente un peu plus de 70 % du total intégré dans le scénario de base des projections de juin 2026. Seuls les pays baltes occupent une place plus élevée dans les dépenses de défense en pourcentage du PIB. La majeure partie des dépenses nationales supplémentaires sur la période 2025-2028, au niveau agrégé de la zone euro et dans la plupart des pays, est liée à l'investissement (71 %). Le reste est principalement destiné à la consommation publique, davantage orientée vers la consommation intermédiaire (21 %) que vers les dépenses de personnel (6 % ; graphique 4, partie b).

[2] Pour une vue d'ensemble, cf. Checherita-Westphal *et al*. (2025).

Graphique 4

Dépenses de défense supplémentaires intégrées dans le scénario de base des projections établies par les services de l'Eurosystème depuis la conférence de Munich sur la sécurité (début 2025), agrégat pour la zone euro



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

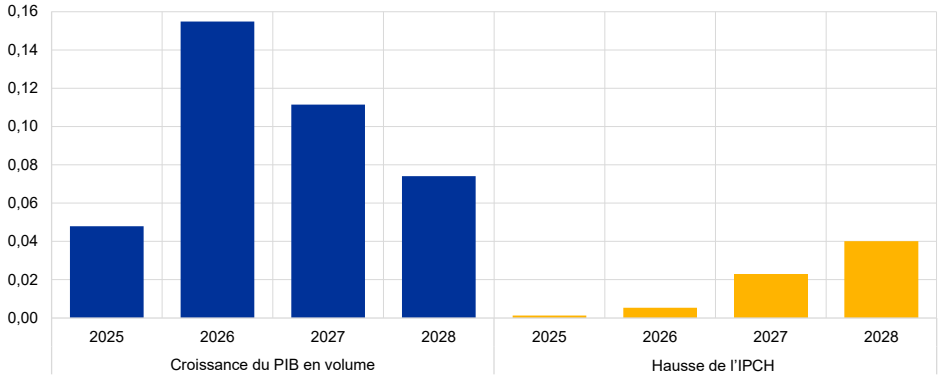
S'agissant de l'impact macroéconomique, les dépenses de défense sont déterminantes dans la croissance de la zone euro sur l'horizon de projection, tandis que l'impact sur l'inflation devrait être modéré (graphique 5). Selon les estimations, les dépenses de défense supplémentaires intégrées dans le scénario de base depuis la conférence de Munich sur la sécurité devraient accroître la croissance du PIB en volume de 0,4 point de pourcentage en termes cumulés sur la période 2025-2028, avec un effet maximal en 2026 [3]. Même s'il augmente vers la fin de l'horizon, l'impact attendu sur l'inflation dans la zone euro est limité et inférieur à 0,1 point de pourcentage en cumulé sur la période 2025-2028. Ce résultat reflète principalement la composition prévue des dépenses de défense supplémentaires (principalement en capital avec une faible part de dépenses liées au personnel, ce qui tend à avoir des effets inflationnistes limités, comme le montre l'encadré 2, partie 2).

[3] L'impact sur la « croissance » du PIB en volume est déterminé par la variation annuelle des dépenses supplémentaires pour chaque année et est donc inférieur en termes cumulés à l'impact sur le « niveau » du PIB en volume.

Graphique 5

Effets macroéconomiques des dépenses supplémentaires de défense nationale sur le scénario de base des projections de l'Eurosystème, agrégat pour la zone euro

(en points de pourcentage)



Sources : Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2026 et calculs de la BCE.
Notes : Les effets macroéconomiques sont agrégés au niveau de la zone euro sur la base d'estimations spécifiques à chaque pays à l'aide de modèles de simulation fournis par les banques centrales nationales de l'Eurosystème. Ils sont exprimés comme un écart en points de pourcentage par rapport à un scénario de base sans les dépenses de défense supplémentaires, en maintenant la politique monétaire, les écarts de taux de change et les écarts de rendement financiers fixes à leurs valeurs de base. Les chocs budgétaires utilisés dans les simulations de modèles sont calculés en termes marginaux (correspondant à la variation annuelle de la composante des dépenses de défense nationale présentée dans le graphique 4, partie a). L'IPCH correspond à l'indice des prix à la consommation harmonisé.

Les estimations du scénario de base sont entourées d'incertitude. Dans l'ensemble, les risques pesant sur le scénario de base sont considérés comme orientés vers une augmentation des dépenses de défense (cf. encadré 2, partie 1). En outre, l'impact relativement élevé sur la croissance, mais faible sur l'inflation, des dépenses de défense supplémentaires sur l'horizon de projection de l'Eurosystème et au-delà résulte de plusieurs facteurs. En particulier, il dépend de la réaction du côté de l'offre et d'une potentielle augmentation, à l'avenir, des dépenses en capital par rapport aux dépenses liées au personnel (cf. section suivante et analyse dans l'encadré 2, partie 2). D'autres facteurs, tels que les anticipations des ménages et des entreprises, joueront également un rôle. Dans la zone euro, les anticipations des ménages relatives à l'impact des dépenses de défense sur l'économie et sur leur bien-être financier sont étroitement liées à leurs opinions concernant les modes de financement de ces dépenses et le niveau de la dette publique de leur pays (cf. Baumann *et al*., 2025) [4]. Enfin, il existe également une incertitude considérable quant aux estimations de multiplicateurs budgétaires des dépenses de défense du PIB en ce qui concerne, entre autres facteurs, la composition des dépenses, le calendrier des annonces, et les mécanismes de transmission (cf. analyse empirique de l'encadré 2, partie 2) [5].

[4] L'étude utilise les données de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs réalisée en mai 2025. Même si l'impact global des différentes opinions à l'égard des dépenses de défense sur les anticipations est resté limité, la plupart des ménages interrogés s'attendaient à ce que l'inflation augmente légèrement en réponse à une hausse de ces dépenses, tandis que leurs anticipations relatives à l'impact sur la croissance étaient plus diverses et globalement pessimistes.

[5] Les multiplicateurs dépendent d'autres facteurs au-delà de ceux examinés dans l'encadré 2. Les multiplicateurs du PIB ont tendance à être plus faibles lorsque la politique monétaire réagit activement à la hausse de l'inflation, et plus élevés en période de récession ou lorsque la marge de manœuvre budgétaire est importante. Cf. Bokan *et al*. (2025) pour une analyse récente fondée sur des modèles pour la zone euro, et Ilzetski (2025), Checherita-Westphal et Særkjær (2025) pour des examens récents de la littérature empirique.

Encadré 2

Effets macroéconomiques des dépenses de défense au-delà des projections de base : analyse de scénarios fondée sur un modèle et données empiriques

Cristina Checherita-Westphal, Georg Müller et Laust Særkjær

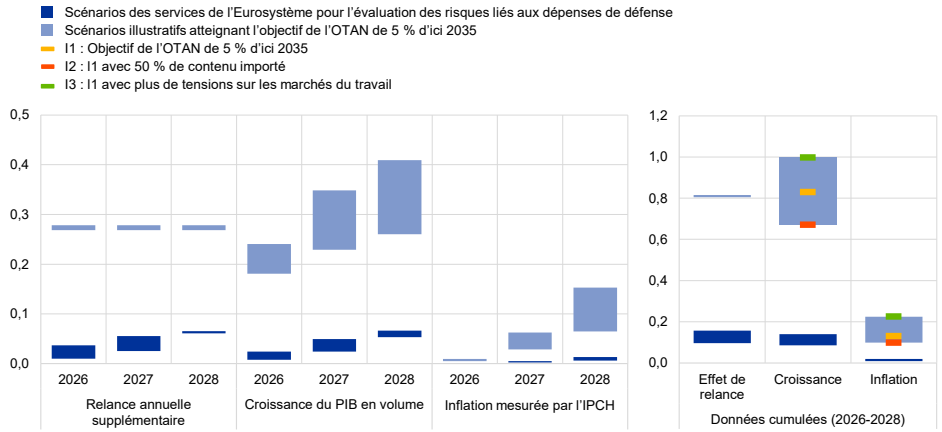
1. Analyse de scénarios des risques pesant sur les projections de base pour la zone euro de juin 2026 en cas de hausse des dépenses de défense

Premièrement, les services de l'Eurosystème ont estimé que les risques liés à une augmentation des dépenses de défense sur la période allant de 2026 à 2028 résultent principalement d'annonces publiques qui n'étaient pas suffisamment détaillées pour être intégrées au scénario de base à la date d'arrêté des projections de juin 2026. Sur la base du jugement des experts des différents pays, ces risques sont considérés comme limités pour la zone euro au niveau agrégé (graphique A, barres bleu foncé). Les services de l'Eurosystème ont également évalué la composition probable de ces dépenses de défense supplémentaires (orientées vers l'investissement public) et leur financement possible par une hausse des impôts et/ou des réductions des autres dépenses (jugées limitées). Les simulations macroéconomiques de ces scénarios de risque indiquent que les effets cumulés sur la croissance du PIB en volume seraient limités à moins de 0,1 point de pourcentage sur la période allant de 2026 à 2028, tandis que l'effet sur l'inflation serait négligeable.

Graphique A

Analyse de scénarios des risques pesant sur les projections de base pour la zone euro en cas d'une hausse des dépenses de défense sur la période 2026-2028

(en points de pourcentage du PIB et écart en points de pourcentage par rapport au scénario de base)



Source : Calculs des services de la BCE, à partir des évaluations des risques réalisées par les services de l'Eurosystème dans le cadre des projections de juin 2026.
Notes : L'IPCH se rapporte à l'indice des prix à la consommation harmonisé. La partie gauche montre le calibrage et les effets des différents scénarios sur une base annuelle, tandis que la partie droite les présente en termes cumulés sur la période 2026-2028 pour trois scénarios illustratifs (I1-I3). La fourchette représentée par les barres bleu foncé correspond aux scénarios de dépenses de défense supplémentaires à la fois avec des mesures de financement compensatoires (jugées limitées) et sans ces mesures (financement intégral par endettement). Dans les scénarios illustratifs (barres bleu clair), le choc budgétaire du scénario I1 (augmentation progressive des dépenses de défense pour atteindre l'objectif de l'OTAN de 5 % du PIB au niveau de la zone euro en 2035) est calibré sans mesures compensatoires (financement intégral par endettement). Les différents résultats macroéconomiques reposent sur des simulations réalisées à l'aide du principal modèle de projection de la BCE pour la zone euro (ECB-BASE), en maintenant la politique monétaire, le taux de change et les *spreads* financiers à leurs valeurs de base.

Deuxièmement, les scénarios de risque illustratifs intègrent des dépenses de défense supplémentaires plus élevées pour atteindre l'objectif de l'OTAN de 5 % du PIB au niveau de la zone euro en 2035. Ces scénarios pourraient avoir un effet plus important sur la croissance (entre 0,7 et 1 point de pourcentage en termes cumulés sur la période 2026-2028). L'incidence sur l'inflation, bien qu'accrue, devrait rester limitée sur l'horizon de projection (graphique A, barres bleu

clair). L'éventail des effets macroéconomiques dépend de différentes hypothèses quant aux paramètres sous-jacents. En particulier, le fait de porter le contenu importé des dépenses publiques qui est de 19 % en valeur de référence moyenne (dans le scénario central I1) à 50 % (scénario I2) réduit l'effet sur la croissance d'environ 0,2 point de pourcentage en termes cumulés, avec des effets plus modérés sur l'inflation. Des tensions plus fortes sur le marché du travail (scénario I3) entraînent un impact plus important sur l'inflation en raison de tensions plus marquées sur les salaires (tout en renforçant également l'incidence estimée sur la croissance en raison d'une augmentation du revenu disponible des ménages). Enfin, les estimations utilisées dans les scénarios illustratifs peuvent être considérées comme des limites supérieures. L'analyse fait abstraction des éventuelles tensions sur les marchés financiers si les ratios de dette publique ne sont pas ramenés sur une trajectoire baissière à moyen terme conformément aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance, en particulier dans les pays fortement endettés de la zone euro (cf. Bouabdallah *et al*., 2025, pour des analyses plus détaillées des implications en matière de soutenabilité).

2. Analyse empirique des effets macroéconomiques des dépenses de défense dans les États membres de l'UE sur la période 1999-2025

Cette partie complète les résultats fondés sur un modèle présentés ci-dessus à l'aide d'une analyse empirique menée dans l'ensemble des États membres de l'UE à partir de Checherita-Westphal et Særkjær (2026). Elle contribue à la littérature empirique de plusieurs manières. Premièrement, au-delà des multiplicateurs du PIB, qui constituent l'objet principal de la plupart des études empiriques, elle analyse en détail les effets-prix des dépenses de défense. Deuxièmement, en s'appuyant sur la classification fonctionnelle des dépenses publiques (CFAP) d'Eurostat (cf. encadré 1), l'analyse vise à améliorer l'estimation du moment où se produit le « choc » budgétaire, afin de tenir compte du fait que les achats de gros équipements militaires ne sont comptabilisés comme des dépenses de défense qu'à la livraison – donc avec un décalage. À cette fin, elle ajuste la composante « capital » des données CFAP relatives aux dépenses de défense à l'aide d'un proxy « délai de livraison » spécifique à chaque pays construit à partir de la base de données du SIPRI sur les transferts d'armes [6]. Troisièmement, l'analyse rend compte des évolutions très récentes du renforcement des capacités de défense des États membres de l'UE en utilisant les données relatives aux dépenses de défense disponibles jusqu'en 2025 inclus.

L'analyse conclut que les dépenses de défense agrégées génèrent un effet multiplicateur cumulé du PIB d'environ 1 à son pic, qui intervient avec un décalage et persiste davantage dans la spécification « ajustée » du modèle (graphique B, partie gauche). Les effets sur les prix sont positifs et statistiquement importants, les effets sur la croissance du déflateur du PIB étant supérieurs à l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Cela reflète le fait que les tensions sur les coûts propres aux dépenses de défense dépassent les tensions sur les prix à la consommation et sont plus directement prises en compte par les déflateurs des dépenses publiques (graphique B, partie du milieu et partie droite). L'effet cumulé sur l'inflation mesurée par l'IPCH après une hausse de 1 % du PIB des dépenses de défense atteint un pic à 1,3 point de pourcentage la troisième année dans la spécification « ajustée », où les effets sont plus prononcés que dans la spécification non ajustée. Néanmoins, comme indiqué ci-dessous, cette incidence

[6] Cet ensemble de données recense la date de commande et l'année de livraison effective de tous les transferts internationaux d'armes conventionnelles majeures depuis 1950. À partir de ces données, l'analyse estime que les délais de livraison liés aux achats dans chaque pays, pour les catégories d'équipements à forte intensité de capital tels que les avions, les navires et les véhicules blindés, peuvent atteindre quatre ans, la médiane de l'échantillon s'établissant à deux ans.

relativement élevée sur l'inflation dépend fortement de la composition des dépenses de défense. Des délais de livraison supérieurs aux niveaux historiques dans un contexte de demande élevée d'équipements militaires et de contraintes d'offre se traduiraient par un pic plus tardif des effets sur le PIB et par une remontée de l'inflation plus précoce et plus élevée. Enfin, les effets sur le PIB sont entourés d'une incertitude notable, comme l'indiquent les intervalles de confiance larges.

Graphique B

Incidence des dépenses totales de défense et canaux de propagation

Dépenses de défense et capital « ajusté » (ligne pointillée : non ajusté)

PIB

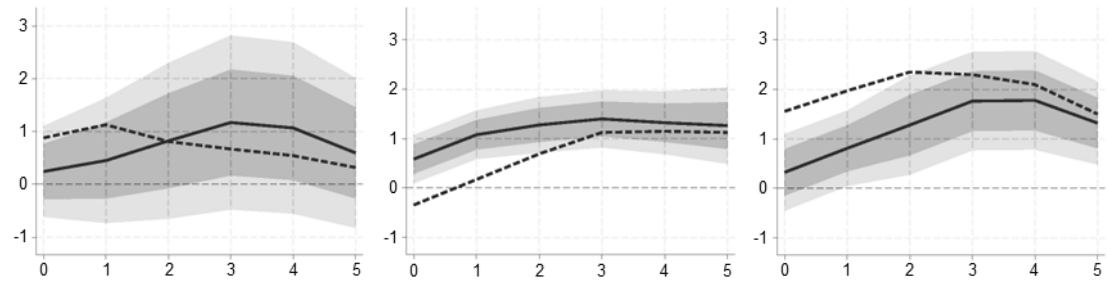
(axe des ordonnées : écart en pourcentage par rapport au PIB tendanciel ; axe des abscisses : horizon en années)

Inflation mesurée par l'IPCH

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

Croissance du déflateur

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



Source : Calculs des auteurs.
Notes : Les estimations pour l'échantillon composé des 27 États membres de l'UE pour la période allant de 1999 à 2025 sont calculées de manière dynamique à l'aide de la méthode Panel Local Projection de Jordà (2005). Les parties montrent les effets cumulés sur un horizon à cinq ans après une hausse des dépenses de défense correspondant à 1 % du PIB tendanciel (le choc budgétaire se produit lors de l'année 0). Le multiplicateur cumulé du PIB suit la spécification de Ramey et Zubairy (2018). La variable du PIB est exprimée en termes réels et normalisée en PIB tendanciel avec un décalage. Le scénario de base inclut différentes variables de contrôle décalées ainsi que des effets fixes par pays et dans le temps. Les niveaux indiqués par les intervalles de confiance sont les suivants : 68 % en gris ; 90 % en gris clair.

Les effets macroéconomiques et les canaux de propagation dépendent de la nature des dépenses de défense (graphique C). Les dépenses de défense en capital sont la source principale des hausses du PIB, tandis que des dépenses liées au personnel plus élevées génèrent des effets de déflation relativement plus marqués. Les dépenses liées au personnel, qui représentent la part la plus importante des dépenses de défense totales (plus de 50 % dans notre échantillon), agissent principalement par le biais d'une augmentation de la consommation des ménages tout en évinçant l'investissement privé. Leur effet très important sur la croissance du déflateur du PIB au moment du choc (à l'instant 0 de la survenue du choc) reflète en partie un effet direct sur le déflateur de la consommation publique par le canal de la hausse des salaires publics. Les dépenses en capital et les dépenses liées au personnel contribuent à une détérioration de la balance commerciale. S'agissant des dépenses en capital, contrairement aux coûts liés au personnel, rien n'indique qu'elles évincent l'investissement privé (les effets d'entraînement, bien qu'ils n'aient pas d'importance statistique sur l'ensemble de l'échantillon, sont robustes lorsqu'on exclut les observations aberrantes).

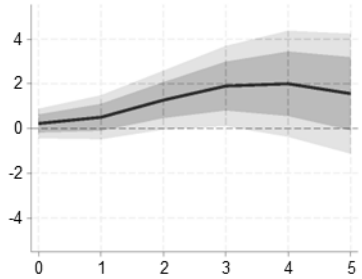
Graphique C

Répartition des dépenses totales de défense : incidence des dépenses en capital et des dépenses liées au personnel

a) Incidence cumulée des dépenses de capital « ajustées »

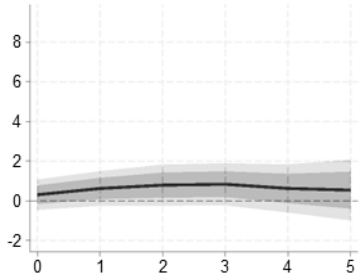
PIB

(axe des ordonnées : écart en pourcentage par rapport au PIB tendanciel ; axe des abscisses : horizon en années)



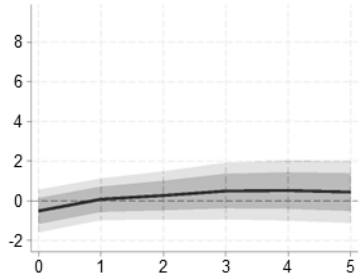
Inflation mesurée par l'IPCH

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



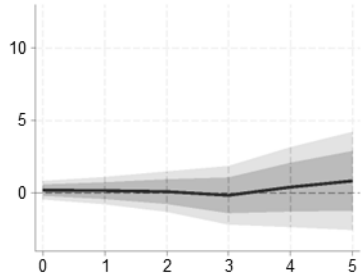
Croissance du déflateur

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



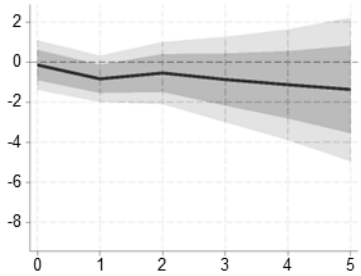
Consommation des ménages

(axe des ordonnées : en pourcentages du PIB tendanciel ; axe des abscisses : horizon en années)



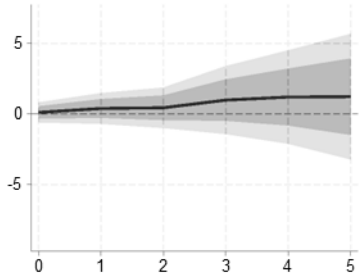
Exportations nettes

(axe des ordonnées : en pourcentages du PIB tendanciel ; axe des abscisses : horizon en années)

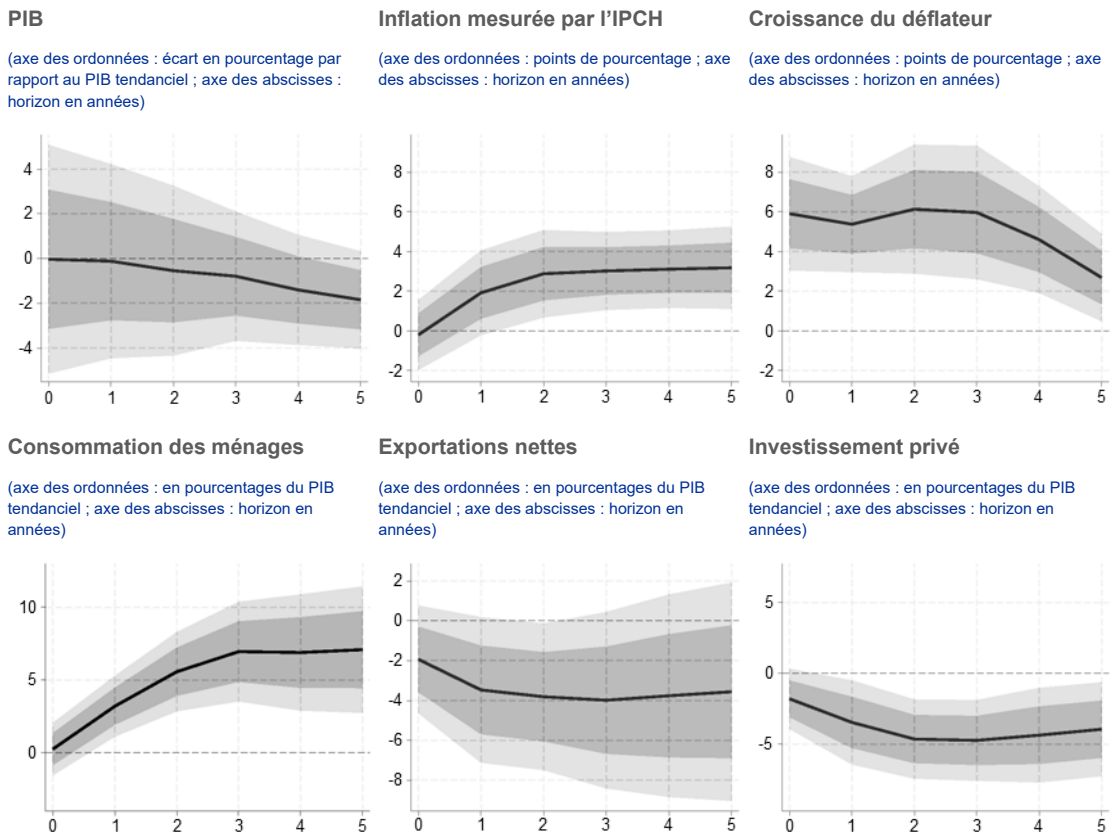


Investissement privé

(axe des ordonnées : en pourcentages du PIB tendanciel ; axe des abscisses : horizon en années)



b) Incidence cumulée des dépenses liées au personnel



Source : Calculs des auteurs.
Notes : Les estimations pour l'échantillon composé des 27 États membres de l'UE pour la période allant de 1999 à 2025 ont été préparées à l'aide de la méthode Panel Local Projection de Jordà (2005). Les parties montrent les effets cumulés sur un horizon à cinq ans après une hausse des dépenses de défense correspondant à 1 % du PIB tendanciel (le choc budgétaire se produit lors de l'année 0). Le multiplicateur cumulé du PIB suit la spécification de Ramey et Zubairy (2018). Le PIB et toutes les autres variables, hors inflation et croissance du déflateur du PIB, sont exprimés en termes réels et normalisés en PIB tendanciel avec un décalage. Le scénario de base inclut différentes variables de contrôle décalées ainsi que des effets fixes par pays et dans le temps. Les niveaux indiqués par les intervalles de confiance sont les suivants : 68 % en gris ; 90 % en gris clair.

4 Effet à plus long terme sur la production et la productivité

Les dépenses de défense peuvent stimuler l'activité économique et la productivité à plus long terme si elles entraînent des évolutions structurelles, notamment en permettant des économies d'échelle, en réorientant la production actuelle ou en générant des retombées technologiques indirectes pour la production civile. Les gains de productivité peuvent découler d'économies d'échelle, de l'apprentissage par la pratique et de répercussions technologiques (cf. Ilzetzki, 2025). L'ampleur de ces gains dépend du type et de la localisation des dépenses ainsi que d'un certain nombre de facteurs structurels. La production d'équipements de défense nécessite généralement des technologies de pointe, ce qui signifie qu'une augmentation de la production intérieure relative à la défense peut améliorer la productivité si elle entraîne une réallocation du capital et de la main-d'œuvre depuis des activités moins productives. L'effet de cette réallocation sera moins important si une large part des équipements de défense sont importés. Les dépenses de R&D dans le domaine de la défense peuvent également générer

des gains de productivité dans le secteur civil. En revanche, il apparaît que les dépenses liées au personnel militaire ont un effet moindre sur la croissance (cf. encadré 2), car elles peuvent potentiellement éloigner les travailleurs de postes plus productifs dans le secteur civil.

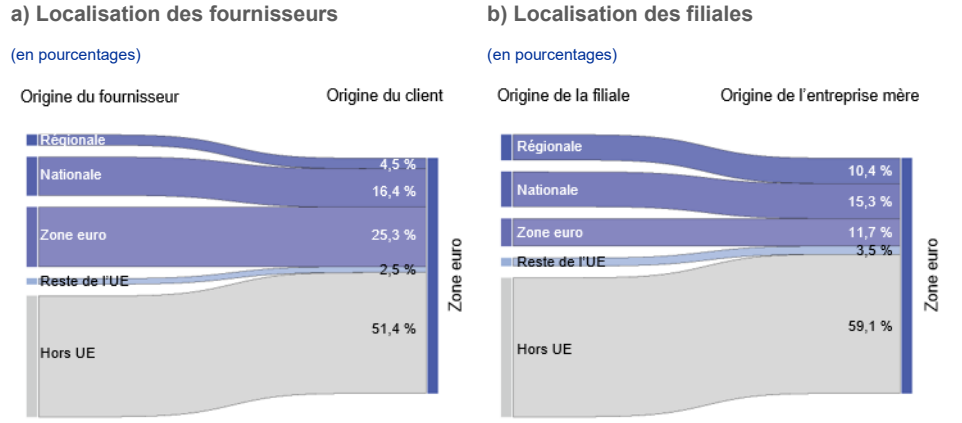
Des éléments semblent indiquer une évolution vers la fabrication d'armes sur le territoire européen et une amélioration concomitante de la productivité du travail. Une production intérieure plus importante favorise les économies d'échelle et réduit le coût unitaire de production. Les comptes annuels des principales entreprises de défense européennes montrent qu'entre 2021 et 2024, leur chiffre d'affaires ainsi que la valeur ajoutée par tête ont augmenté. Des économies d'échelle supplémentaires peuvent être réalisées en concentrant les achats européens sur un ensemble plus restreint de grands systèmes d'armement européens. À l'heure actuelle, les dépenses de défense européennes sont fragmentées entre les pays, ce qui entraîne une multiplication des systèmes par rapport aux États-Unis. Les tentatives de création de systèmes européens conjoints, tels que le système de combat aérien du futur entre la France, l'Allemagne et l'Espagne, ont parfois rencontré des difficultés.

Des effets de diffusion des connaissances peuvent se produire dans les régions où se concentre la production dans le domaine de la défense, ou tout au long des chaînes d'approvisionnement. La production des principales entreprises européennes de défense est fortement concentrée dans certaines régions. Les 12 plus grandes entreprises de défense de la zone euro et leurs filiales dépassent 5 % de l'emploi total dans le secteur manufacturier dans plusieurs régions NUTS 1 de la zone euro [7]. Si l'on prend également en compte les fournisseurs des entreprises de défense, le degré de concentration régionale est moins important. Moins de 20 % des fournisseurs des plus grandes entreprises de défense de la zone euro opèrent dans la même région ou le même pays, 25 % supplémentaires sont situés ailleurs dans la zone euro, et environ 50 % se trouvent en dehors de l'UE (figure 1, partie a). La localisation des filiales indique des liens régionaux légèrement plus marqués, environ 10 % des filiales étant localisées dans la même région (figure 1, partie b). Toutefois, le réseau des filiales intra-zone euro ou intra-UE dans son ensemble ne couvre que 40 % de l'ensemble des filiales. Cela peut limiter le potentiel d'effets de diffusion de connaissances dans la zone euro, bien que le transfert de connaissances puisse intervenir dans le cas des équipements importés. Dans le même temps, la part importante de fournisseurs hors UE souligne la dépendance et la vulnérabilité de l'UE envers des fournisseurs extérieurs pour des intrants essentiels et des systèmes de défense potentiellement critiques.

[7] Le niveau NUTS 1 est le niveau régional majeur le plus élevé dans la nomenclature des unités territoriales statistiques de l'Union européenne.

Figure 1

Liens des principales entreprises de défense avec leurs fournisseurs et leurs filiales

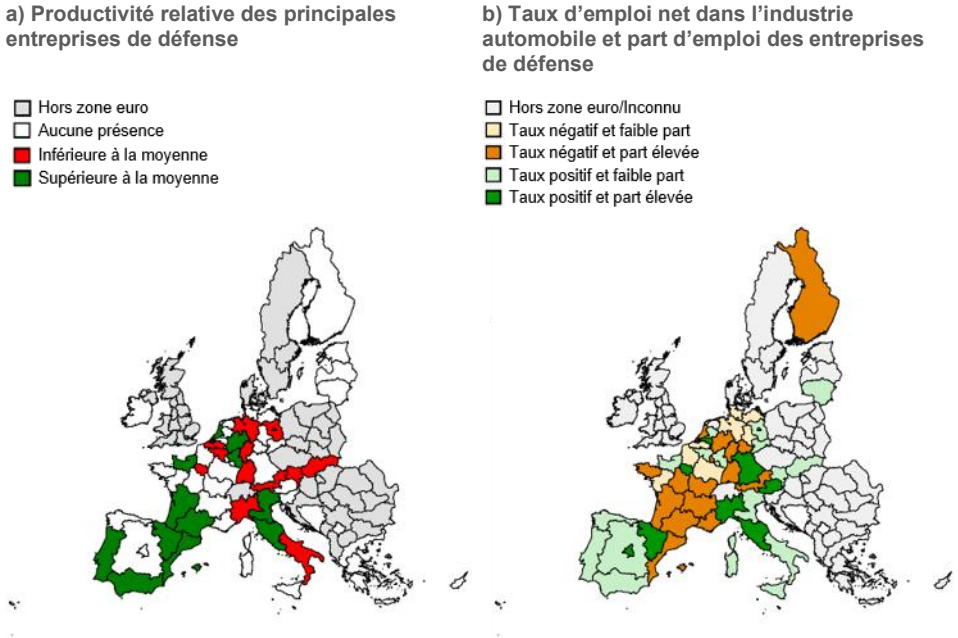


Sources : Bloomberg Finance L.P. et Moody's.
Notes : La partie a) montre la part de fournisseurs rapportée au nombre total de fournisseurs des principales entreprises de défense de la zone euro. La partie b) montre la part de filiales rapportée au nombre total de filiales des principales entreprises de défense de la zone euro.

Une production plus élevée dans la défense peut également améliorer la productivité agrégée, en réallouant les ressources vers des activités plus productives. Les principales entreprises de défense sont, en moyenne, plus productives que les autres entreprises manufacturières dans près de la moitié des régions où elles sont présentes (figure 2, partie a). La réallocation de l'emploi depuis les entreprises civiles vers les entreprises de défense dans ces régions pourrait par conséquent accroître la productivité agrégée, du fait d'un effet de composition direct.

Figure 2

Productivité du secteur de la défense et dynamique de l'emploi



Sources : Moody's et Eurostat.
Notes : La partie a) présente la valeur ajoutée moyenne par tête dans les principales entreprises de défense et dans leurs filiales opérant dans le secteur manufacturier, rapportée à la valeur ajoutée moyenne par tête dans le secteur manufacturier dans les régions NUTS 1 en 2023. Les chiffres inférieurs (supérieurs) à la moyenne représentent une productivité inférieure (supérieure) à la productivité moyenne dans le secteur manufacturier. La partie b) montre le taux d'emploi net, calculé comme la différence entre les taux intra-régionaux de création et de destruction d'emplois dans les entreprises du secteur automobile (C29 dans la classification NACE rév. 2) entre 2018 et 2023. Les parts faibles et élevées indiquent si l'emploi dans les principales entreprises de défense, ainsi que dans leurs fournisseurs et filiales, représentent une part inférieure ou supérieure à la médiane de l'emploi total dans la région en 2023, respectivement.

Une plus forte demande de main-d'œuvre des entreprises de défense pourrait ouvrir des opportunités de réallocation de la main-d'œuvre qui favorise la productivité, sans susciter de tensions sur le marché du travail régional. Entre 2018 et 2023, la part de l'emploi manufacturier total dans l'emploi total a baissé dans plusieurs régions de la zone euro. Notamment, l'emploi dans l'industrie automobile a reculé dans la plupart des régions de la zone euro sur cette période. Dans ces régions, les principales entreprises de défense emploient davantage de salariés (figure 2, partie b), régions orange). Une hausse des dépenses de défense peut ainsi y être absorbée sans que cela n'intensifie les tensions sur le marché du travail.

Le dernier canal par lequel des dépenses de défense supplémentaires peuvent favoriser la production et la productivité à long terme est celui des retombées sur la productivité civile de la R&D dans le domaine de la défense. Les dépenses publiques, notamment celles consacrées à la recherche fondamentale, semblent générer des retombées particulièrement marquées sur l'économie dans son ensemble. Une analyse de la BCE montre qu'une augmentation des subventions publiques pour la R&D et l'adoption des technologies à hauteur de 1 % du PIB pourrait accroître la production de 1,5 % à long terme (BCE, 2024). Il est estimé qu'une hausse des dépenses de défense de 1 % du PIB augmenterait la productivité globale des facteurs de 0,3 % à long terme, principalement par le biais de retombées de la R&D publique (Antolin-Diaz et Surico, 2025). Une étude récente

montre également qu'une hausse des dépenses publiques dans la R&D de 10 % donne lieu à une hausse de 5-6 % de la R&D dans le secteur privé (Moretti *et al*., 2025).

Pour favoriser l'effet à long terme sur la croissance des dépenses de défense, il est essentiel d'augmenter les taux relativement faibles des dépenses de R&D dans la défense en Europe. La R&D publique dans la défense n'a représenté que 0,03 % du PIB de l'UE en 2022, par rapport à 0,08 % au Royaume-Uni et 0,3 % aux États-Unis. En partant du principe que la R&D liée à la défense a le même effet économique que la R&D subventionnée par l'État, atteindre le même taux que les États-Unis pourrait accroître le PIB de l'UE de 0,5 % à long terme (cf. encadré 3). Au-delà de cet impact direct, la R&D dans le secteur public augmente également les retombées vers la R&D du secteur privé, stimulant encore davantage les dépenses du secteur privé dans la R&D. D'après les estimations d'un modèle calibré à l'échelle de l'économie espagnole, cela pourrait ajouter 0,15 point de pourcentage supplémentaire à la croissance annuelle du PIB à long terme (cf. encadré 3).

Encadré 3

Bénéfices économiques de dépenses plus importantes de R&D pour la défense

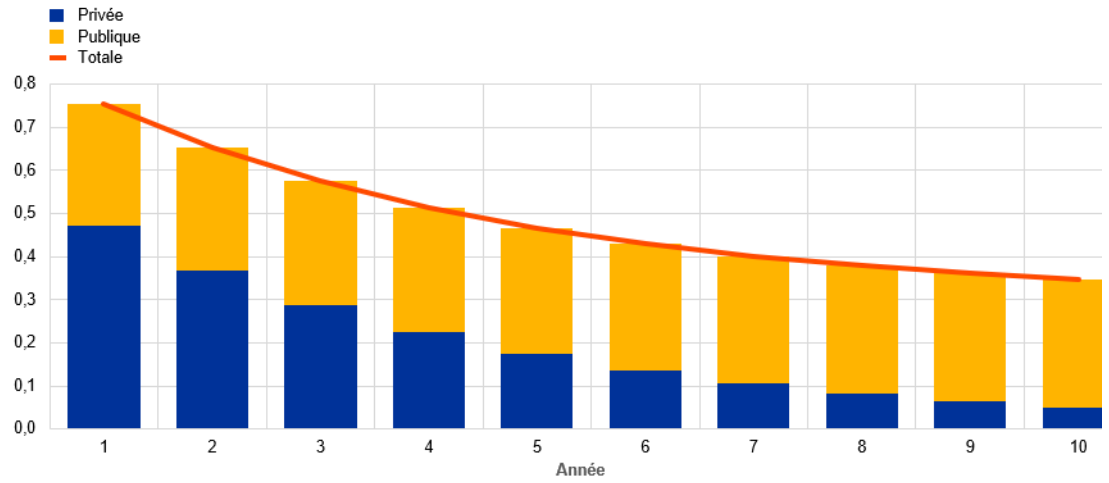
Rubén Domínguez-Díaz et Miles Parker

En s'appuyant sur un modèle de croissance endogène standard calibré à l'économie espagnole à titre illustratif, cet encadré analyse les effets des dépenses de R&D dans la défense sur la production à long terme. Dans le modèle, les ménages et les entreprises choisissent combien investir dans le capital physique et la main-d'œuvre. Les entreprises peuvent également investir dans l'innovation, ce qui stimule la productivité globale des facteurs (PGF). Nous représentons la R&D dans la défense comme un investissement public dans la recherche fondamentale qui accroît les réserves disponibles de connaissances et renforce ainsi les retombées sur la R&D du secteur privé. Nous calibrons la magnitude de ces retombées à l'aide de données empiriques disponibles au niveau des entreprises sur l'incidence de la R&D publique sur l'investissement privé dans la R&D aux États-Unis.

Nous prenons en compte une forte augmentation permanente du ratio R&D publique-PIB de 0,3 point de pourcentage, à un niveau globalement proche de la R&D dans la défense aux États-Unis. Atteindre ce niveau serait difficile, mais il sert de valeur de référence pour l'estimation de la limite supérieure des effets potentiels de la R&D dans la défense. Le graphique A montre la réaction totale de la R&D dans la défense en part du PIB sur un horizon à dix ans. Les réserves de connaissances générées par la R&D publique bénéficient rapidement au secteur privé, en raison de l'élasticité de la R&D privée par rapport à la R&D publique, créant des retombées positives qui encouragent les entreprises à consacrer davantage de ressources à la R&D.

Graphique A
Évolution des dépenses de R&D

(part en points de pourcentage, en pourcentage du PIB)

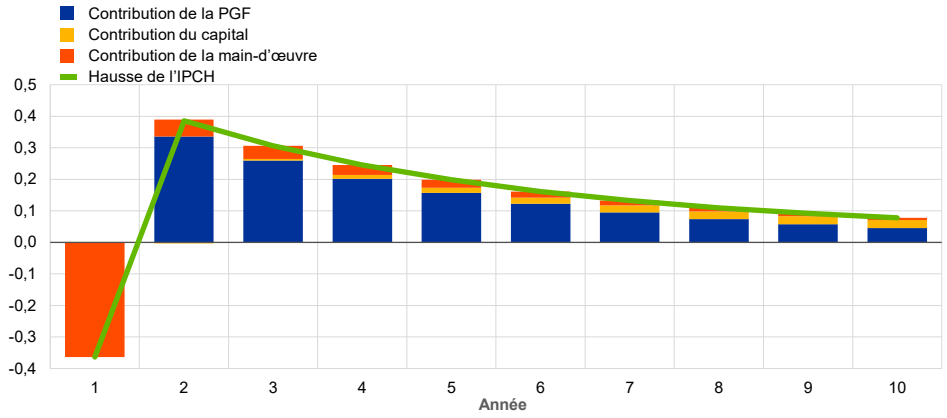


Source : Calculs des services de la BCE d'après Domínguez-Díaz *et al.* (2025).

Des dépenses plus importantes de R&D par les entreprises accroît la PGF, entraînant une croissance du PIB à long terme d'environ 0,15 point de pourcentage par an, en moyenne (graphique B). Dans l'immédiat, le PIB recule néanmoins, reflétant le compromis inhérent aux dépenses de R&D : les ressources allouées à un moment donné sont orientées vers une innovation porteuse de gains de productivité futurs, et non d'une production immédiate. Cette réallocation initiale des ressources suscite en premier lieu une baisse de la production, par rapport à un scénario dans lequel les ressources restent allouées à la consommation ou à l'investissement. Dans le même temps, toute hausse de la demande de main-d'œuvre dans les secteurs à forte intensité de R&D est partiellement compensée par une réorientation des entreprises vers plus d'activités à forte intensité de capital ou de connaissances, réduisant temporairement l'intensité en main-d'œuvre. Les gains de productivité sont prédominants dans le temps. La productivité plus élevée se transmet également à l'investissement privé, accroissant les rendements de l'investissement privé et favorisant la contribution du capital.

Graphique B
Croissance du PIB et contributions

(écart en points de pourcentage de la situation d'équilibre pour les contributions ; en points de pourcentage pour la croissance du PIB)

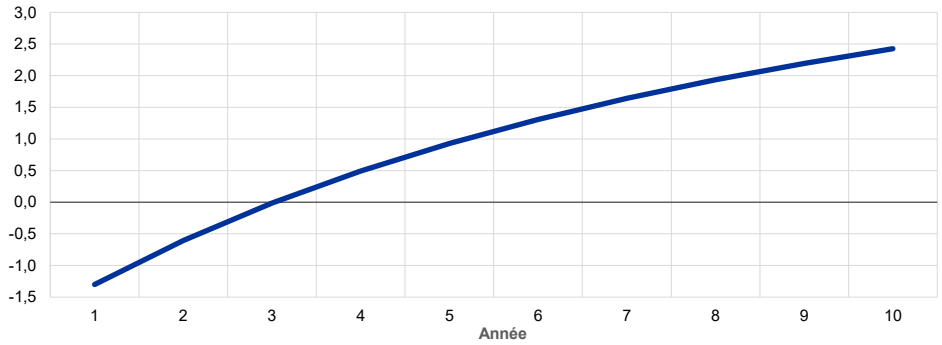


Source : Calculs des services de la BCE d'après Domínguez-Díaz *et al*. (2025).

Enfin, le graphique C montre le multiplicateur cumulé des dépenses publiques de R&D, qui indique dans quelle mesure le PIB augmente pour chaque euro investi dans la R&D publique. Tandis que le multiplicateur est négatif à court terme, reflétant la réallocation initiale des ressources évoquée ci-dessus, il est largement supérieur à 1 sur le long terme, à mesure que la R&D et l'investissement dans le privé augmentent. À long terme, chaque euro supplémentaire de dépense de R&D publique peut générer environ 2,5 € de PIB.

Graphique C
Multiplicateur cumulé de la R&D

(augmentation du PIB par euro d'investissement public dans la R&D)



Source : Calculs des services de la BCE d'après Domínguez-Díaz *et al*. (2025).

5 Conclusions

La plupart des pays européens se sont engagés à accroître sensiblement leurs dépenses de défense au cours de la décennie à venir. En réponse à l'intensification des tensions géopolitiques et à l'accord sur le relèvement des objectifs de l'OTAN pour les dépenses de défense à 5 % du PIB d'ici 2035, la plupart des pays de la zone euro ont augmenté leurs dépenses de défense, y compris l'investissement dans la défense, en 2025. Pour la période à venir, selon les plans

annoncés, les principaux efforts de renforcement des dépenses de défense nationales devraient être concentrés en Allemagne et dans les pays baltes.

À court et moyen terme, les dépenses de défense devraient constituer un facteur important de croissance dans la zone euro si ces plans de dépenses se concrétisent. La contribution cumulée à la croissance attendue en points de pourcentage au cours de la période allant de 2025 à 2028 s'étend de 0,4 dans la projection de base à 1 dans le scénario de risque le plus favorable. L'impact attendu sur l'inflation est limité. L'impact réel devrait dépendre de plusieurs facteurs, tels que la composition des dépenses, les dépenses en capital – par opposition aux dépenses liées au personnel – ayant le potentiel de stimuler la croissance tout en maintenant l'inflation à un niveau stable.

À long terme, des dépenses de défense plus élevées n'auront qu'un effet limité sur le niveau d'activité économique dans la zone euro, sauf changement dans leur composition. La part historiquement importante de l'importation dans les équipements de défense limite le potentiel de croissance de la productivité au niveau intérieur, tout comme la part relativement élevée des dépenses liées au personnel. Une augmentation substantielle des dépenses de R&D pourrait créer des effets plus importants sur la productivité et la croissance à plus long terme, les retombées en matière de technologies à double usage et de connaissances améliorant la R&D dans le secteur privé et favorisant l'innovation. Accroître la part intérieure de la production et réduire le degré de fragmentation des dépenses pourrait également renforcer les gains de productivité.

Les effets macroéconomiques des dépenses de défense analysés dans cet article sont entourés d'une grande incertitude, en lien également avec la soutenabilité de la hausse des dépenses. À l'heure actuelle, des dépenses de défense plus élevées sont compatibles avec le cadre budgétaire de l'UE grâce à l'activation des NEC de 2025 à 2028, à condition qu'un rythme plus soutenu d'assainissement soit ensuite mis en œuvre pour préserver la soutenabilité de la dette [8]. Les limites de la marge budgétaire dans certains pays fortement endettés peuvent justifier de tenir compte de la taille et de la composition de leurs budgets après la période transitoire. Cela peut mener à une plus forte nécessité de priorisation des dépenses de défense par rapport à d'autres fonctions publiques ou d'augmentation des impôts. Toutefois, réduire les dépenses de santé et d'éducation, par exemple, entraîne des coûts d'opportunité susceptibles de peser sur la croissance économique à court terme. Ne pas augmenter les dépenses face aux menaces croissantes pour la sécurité intérieure engendre également des coûts potentiels, allant de l'augmentation de l'incertitude géopolitique aux effets économiques d'opérations de sabotage et, à l'extrême, d'une invasion.

[8] Bouabdallah *et al.* (2026) analysent les implications de l'activation de la NEC sur la soutenabilité de la dette à moyen terme. Ils soulignent la nécessité d'accélérer le rythme de l'assainissement dans les plans budgétaires et structurels nationaux à moyen terme mis en œuvre par la suite, et appellent les pouvoirs publics à mettre à jour ces plans sur la base d'hypothèses macroéconomiques prudentes.

Bibliographie

Antolin-Diaz (J.) et Surico (P.) (2025), « *The long-run effects of government spending* », *American Economic Review*, vol. 115, n° 7, p. 2376-2413.

Baumann (A.), Checherita-Westphal (C.), Kocharkov (G.) et Osterloh (S.) (2025), « La hausse des dépenses de défense et son impact sur les anticipations des ménages », *Bulletin économique*, nº 5, BCE.

Bokan (N.), Jacquinot (P.), Lalik (M.), Müller (G.), Priftis (R.) et Rigato (R.) (2025), « Les impacts macroéconomiques d'une hausse des dépenses de défense : une évaluation fondée sur des modèles », *Bulletin économique*, nº 6, BCE.

Bouabdallah (O.), Checherita-Westphal (C.), De Stefani (R.), Haroutunian (S.), Hauptmeier (S.), Huber (C.), Momferatou (D.), Muggenthaler-Gerathewohl (P.), Setzer (R.) et Zorell (N.) (2025), « Les plans budgétaires et structurels à moyen terme dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance révisé », *Bulletin économique*, nº 3, BCE.

Bouabdallah (O.), De Stefani (R.), Haroutunian (S.) et Leiner-Killinger (N.) (2026), « *How today's choices shape tomorrow's fiscal adjustment under the reformed EU framework* », *Journal of Economics and Statistics*, à paraître.

Brignone (D.), Gambetti (L.) et Ricci (M.) (2026), « *Geopolitical risk shocks: When size matters* », *European Economic Review*, vol. 188, 105392.

Checherita-Westphal (C.), Huber (C.), Rodríguez-Vives (M.) et Müller (G.) (2025), « Aspects budgétaires des dépenses de défense européennes : implications pour les projections macroéconomiques de la zone euro et risques associés », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Checherita-Westphal (C.) et Særkjær (L.) (2025), « Multiplicateurs budgétaires des dépenses de défense : courte présentation de la littérature empirique » (encadré 1) *in* Bokan (N.), Jacquinot (P.), Lalik (M.), Müller (G.), Priftis (R.) et Rigato (R.) (2025), « Les impacts macroéconomiques d'une hausse des dépenses de défense : une évaluation fondée sur des modèles », *Bulletin économique*, nº 6, BCE.

Checherita-Westphal (C.) et Særkjær (L.) (2026), « *The macroeconomic effects of defence spending: what impact beyond GDP?* », étude présentée lors de l'atelier sur la finance publique organisé par le WGPF et la Banque de Lituanie, Vilnius, juillet.

Domínguez-Díaz (R.), Hurtado (S.) et Menéndez (C.) (2025), « *Fiscal stimulus and productivity: simulating the NGEU program with an endogenous growth model* », *SERIEs*, vol. 16, p. 191-228.

Dunne (J.), Smith (R.) et Willenbockel (D.) (2005), « *Models of military expenditure and growth: a critical review* », *Defence and Peace Economics*, vol. 16, nº 6, p. 449-461.

Banque centrale européenne (2024), « *Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the post-pandemic era* », *Occasional Paper Series*, nº 337.

Commission européenne (2025), « *The economic impact of higher defence spending* », Special Issues – Spring 2025 Economic Forecast.

Agence européenne de défense, *EDA Defence Data 2025-2026*, 16 juillet.

Eurostat (2026a), « *Guidance Note on the statistical recording of defence expenditure* », *Guidance Notes (Methodology)*, 22 avril.

Eurostat (2026b), « *EU economic governance framework indicators – national co-financing of EU programmes and defence expenditure* », *Statistics Explained*, avril.

Ilzetzki (E.) (2025), « *Guns and growth: The economic consequences of defence buildups* », *rapport de Kiel*, nº 2, février.

Jorda (Ò.) (2005), « *Estimation and inference of impulse responses by local projections* », *American Economic Review*, vol. 95, nº 1, p. 161-182.

Moretti (E.), Steinwender (C.) et Van Reenen (J.) (2025), « *The intellectual spoils of war? Defense R&D, productivity, and international spillovers* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 107, nº 1, p. 14-27.

Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (2026), « Les investissements de défense des pays de l'OTAN (2014-2026) », *communiqué de presse*, 3 juillet.

Ramey (V.) et Zubairy (S.) (2018), « *Government spending multipliers in good times and in bad: Evidence from U.S. historical data* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 126, nº 2, p. 850-901.

Statistiques

(disponible en anglais uniquement)

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP[1] (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)				
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area[2] (HICP)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3.3	2.9	0.3	0.7	5.4	0.4	4.1	7.4	3.3	0.2	5.4
2024	3.2	2.8	1.0	-0.2	5.0	1.2	2.9	2.5	2.7	0.2	2.4
2025	3.4	2.2	1.3	1.1	5.0	1.2	.	3.4	3.2	0.1	2.1
2025 Q3	0.9	1.1	0.1	-0.6	1.1	0.3	2.9	3.8	2.9	-0.2	2.1
Q4	0.7	0.1	0.1	0.2	1.1	0.2	.	3.4	2.7	0.6	2.1
2026 Q1	0.8	0.5	0.6	0.5	1.3	0.0	2.7	3.1	1.4	0.8	2.0
Q2	.	.	.	.	0.9	0.6	3.9	2.7	1.5	1.1	3.0
2026 Mar.	-	-	-	-	-	-	3.3	3.3	1.5	1.0	2.6
Apr.	-	-	-	-	-	-	3.8	2.8	1.4	1.2	3.0
May	-	-	-	-	-	-	4.2	2.8	1.5	1.2	3.2
June	-	-	-	-	-	-	3.5	2.6	1.6	1.0	2.8
July	-	-	-	-	-	-	3.4	2.9	1.9	0.5	2.9
Aug.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	3.3

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	14 796.8	14 282.3	7 860.3	3 108.7	3 244.3	1 653.8	942.7	641.3	69.0	-514.5	7 456.0	6 941.5
2024	15 404.3	14 759.1	8 170.9	3 281.7	3 243.5	1 650.7	942.7	643.6	62.9	-645.2	7 592.3	6 947.0
2025	15 968.9	15 397.4	8 457.5	3 437.2	3 397.9	1 708.7	974.1	708.3	104.8	-571.5	7 765.8	7 194.4
2025 Q3	4 005.3	3 866.5	2 119.4	864.2	852.5	429.5	245.7	175.5	30.4	-138.8	1 938.1	1 799.3
Q4	4 050.5	3 904.4	2 144.2	878.3	863.7	436.9	249.0	176.0	18.2	-146.1	1 952.8	1 806.7
2026 Q1	4 068.1	3 940.2	2 162.6	882.0	868.3	435.9	250.4	180.2	27.3	-127.9	1 964.8	1 836.9
Q2	4 118.5	3 969.2	2 192.9	891.0	876.7	442.7	251.3	180.9	8.8	-149.3	2 080.5	1 931.2
as percentage of GDP												
2025	100.0	96.4	53.0	21.5	21.3	10.7	6.1	4.4	0.7	-3.6	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2025 Q3	0.3	0.5	0.2	0.7	1.0	0.5	1.3	1.8	-	-	0.6	1.1
Q4	0.2	0.2	0.5	0.5	0.7	1.1	0.7	-0.3	-	-	0.4	0.4
2026 Q1	0.0	0.6	0.1	0.5	-0.2	-1.0	0.2	1.4	-	-	-0.6	0.6
Q2	0.6	-0.3	0.4	0.2	-0.1	0.1	-0.3	-0.2	-	-	3.4	1.5
annual percentage changes												
2023	0.4	0.0	0.6	1.2	2.6	1.2	2.9	5.9	-	-	-1.1	-1.8
2024	1.2	0.9	1.6	2.7	-1.9	-2.2	-1.6	-1.9	-	-	1.0	0.4
2025	1.2	2.0	1.4	1.5	2.8	1.1	2.1	8.1	-	-	1.9	3.5
2025 Q3	1.2	1.7	1.3	1.4	3.0	2.0	3.9	4.2	-	-	2.3	3.6
Q4	1.1	1.7	1.2	1.6	2.9	2.6	3.3	3.1	-	-	2.2	3.6
2026 Q1	0.6	1.5	1.0	2.3	0.3	0.7	3.5	-4.8	-	-	-0.1	1.9
Q2	1.2	1.0	1.2	1.9	1.4	0.6	1.9	2.7	-	-	3.9	3.6
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2025 Q3	0.3	0.5	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.2	-	-
Q4	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.4	0.1	-	-
2026 Q1	0.0	0.5	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.4	-0.5	-	-
Q2	0.6	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.9	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2023	0.4	0.0	0.3	0.2	0.6	0.1	0.2	0.3	-1.1	0.4	-	-
2024	1.2	0.8	0.8	0.6	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	-	-
2025	1.2	1.9	0.7	0.3	0.6	0.1	0.1	0.3	0.2	-0.6	-	-
2025 Q3	1.2	1.7	0.7	0.3	0.6	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.5	-	-
Q4	1.1	1.6	0.7	0.3	0.6	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.5	-	-
2026 Q1	0.6	1.5	0.5	0.5	0.1	0.1	0.2	-0.2	0.4	-0.9	-	-
Q2	1.2	0.9	0.6	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	-0.4	0.3	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.
1) Exports and imports cover goods and services and include cross-border intra-euro area trade.
2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	Taxes less subsidies on products
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Current prices (EUR billions)											
2023	13 387.1	225.0	2 637.9	713.9	2 485.8	704.4	604.6	1 520.0	1 612.8	2 470.8	411.8	1 409.7
2024	13 874.5	234.9	2 638.6	736.5	2 563.6	740.8	637.7	1 584.2	1 679.1	2 623.0	436.2	1 529.8
2025	14 349.5	246.0	2 687.0	768.8	2 640.3	781.5	658.0	1 619.4	1 743.8	2 751.8	452.9	1 619.3
2025 Q3	3 596.7	62.4	666.4	193.6	662.5	197.0	165.6	406.1	439.1	690.1	113.9	408.6
Q4	3 643.3	60.8	679.6	196.5	669.5	199.7	167.5	410.6	443.5	701.0	114.6	407.2
2026 Q1	3 649.2	59.8	671.0	196.3	675.3	200.0	170.1	412.6	445.6	703.3	115.2	418.9
Q2	3 703.4	57.2	692.9	199.0	685.0	203.5	171.4	417.3	449.9	711.4	115.9	415.1
	as percentage of value added											
2025	100.0	1.7	18.7	5.4	18.4	5.4	4.6	11.3	12.2	19.2	3.2	-
	Chain-linked volumes (prices for the previous year)											
	quarter-on-quarter percentage changes											
2025 Q3	0.4	0.3	1.0	0.1	0.2	1.1	0.2	0.0	0.3	0.1	0.0	-0.2
Q4	0.2	0.2	-1.0	0.6	0.3	1.0	1.0	0.6	0.2	0.4	0.2	0.7
2026 Q1	-0.1	-0.1	-0.8	-0.9	0.1	0.4	-0.5	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4
Q2	0.8	0.0	1.7	0.4	0.7	0.9	0.2	0.4	0.7	0.5	0.4	-0.5
	annual percentage changes											
2023	0.7	-2.8	-1.7	1.6	-0.1	7.3	-3.0	2.4	1.7	0.8	3.4	-1.9
2024	1.2	-0.3	1.3	-0.8	0.3	2.5	0.9	1.7	1.1	2.0	2.2	0.8
2025	1.2	1.9	0.9	0.6	1.4	4.3	0.3	1.0	1.1	1.1	0.5	1.6
2025 Q3	1.2	2.2	0.5	1.2	1.5	4.6	0.4	0.9	1.2	1.1	-0.5	1.3
Q4	1.1	1.4	0.1	1.8	1.4	4.2	1.2	1.0	1.3	0.9	0.8	0.4
2026 Q1	0.5	-0.3	-2.6	0.3	1.3	3.4	0.2	1.4	1.3	1.0	0.7	1.5
Q2	1.3	0.3	1.0	0.3	1.3	3.4	0.9	1.4	1.5	1.2	0.9	0.3
	contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points											
2025 Q3	0.4	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q4	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	-
2026 Q1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.8	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
	contributions to annual percentage changes in value added; percentage points											
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.4	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	-
2024	1.2	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.4	0.1	-
2025	1.2	0.0	0.2	0.0	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-
2025 Q3	1.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-
Q4	1.1	0.0	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	-
2026 Q1	0.5	0.0	-0.5	0.0	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	-
Q2	1.3	0.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment [1)]

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2023	100.0	85.9	14.1	3.1	14.2	6.4	24.3	3.4	2.3	1.1	14.1	24.7	6.5
2024	100.0	85.9	14.1	3.0	14.1	6.4	24.4	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	24.3	3.4	2.3	1.1	14.1	25.0	6.5
annual percentage changes													
2023	1.5	1.6	1.0	-1.1	0.8	1.6	2.0	3.8	0.7	1.8	1.8	1.3	1.6
2024	1.0	1.0	0.7	-1.6	0.3	1.1	1.0	2.2	1.6	-0.4	0.8	1.5	1.1
2025	0.7	0.7	0.8	-1.7	-0.4	1.1	0.6	0.1	1.1	2.2	1.0	1.3	1.3
2025 Q3	0.7	0.6	0.9	-1.6	-0.4	1.2	0.5	-0.2	1.1	2.4	0.9	1.2	1.0
Q4	0.7	0.6	1.1	-1.1	-0.5	1.3	0.5	-0.9	1.1	0.5	1.4	1.2	1.4
2026 Q1	0.5	0.4	1.3	-0.9	-0.1	1.7	0.3	-1.6	1.0	0.9	0.9	1.0	0.5
Q2	0.5	0.5	0.6	-2.2	-0.4	1.4	0.4	-1.7	1.5	1.0	0.7	1.2	0.5
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2023	100.0	81.9	18.1	3.9	14.7	7.3	25.1	3.6	2.4	1.1	14.1	21.9	5.9
2024	100.0	82.0	18.0	3.8	14.6	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	25.0	3.7	2.4	1.1	14.2	22.3	6.0
annual percentage changes													
2023	1.7	2.0	0.4	-1.8	1.0	1.5	2.0	4.0	0.8	1.7	2.2	1.7	2.4
2024	1.3	1.4	0.7	-0.9	0.4	1.1	1.2	2.6	1.8	0.3	1.5	2.0	1.7
2025	0.3	0.3	-0.1	-2.6	-0.9	0.7	-0.1	-0.1	0.6	1.5	0.7	1.0	1.9
2025 Q3	0.6	0.6	0.6	-2.5	-0.3	1.2	0.3	-0.4	0.7	3.1	1.1	1.3	1.8
Q4	0.4	0.5	0.3	-2.0	-0.6	1.1	-0.1	-0.6	1.0	-1.3	1.2	1.1	1.9
2026 Q1	0.5	0.5	0.7	-1.3	0.2	1.1	0.3	-1.7	0.4	0.5	0.8	1.2	0.5
Q2	0.5	0.6	0.5	-1.8	-0.1	1.6	0.7	-1.7	1.0	1.0	1.0	1.1	-0.4
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2023	0.2	0.4	-0.6	-0.7	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.3	0.4	0.8
2024	0.3	0.4	0.0	0.7	0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.7	0.7	0.4	0.6
2025	-0.5	-0.4	-1.0	-0.9	-0.5	-0.4	-0.7	-0.2	-0.5	-0.7	-0.3	-0.3	0.6
2025 Q3	0.0	0.0	-0.3	-0.9	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.4	0.7	0.1	0.1	0.7
Q4	-0.3	-0.2	-0.7	-0.9	-0.1	-0.2	-0.5	0.3	-0.1	-1.8	-0.2	-0.1	0.5
2026 Q1	0.0	0.1	-0.6	-0.4	0.3	-0.6	0.0	0.0	-0.6	-0.3	0.0	0.2	0.1
Q2	0.0	0.1	-0.1	0.4	0.3	0.2	0.2	0.0	-0.5	0.0	0.3	-0.1	-0.9

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment [1]											Job vacancy rate [3]
			Total		Long-term unemploy-ment, % of labour force [2]	By age				By gender				
						Adult		Youth		Male		Female		
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2025			100.0			78.7		21.3		51.5		48.5		
2023	172.769	2.9	11.295	6.6	2.4	8.990	5.7	2.305	14.5	5.711	6.2	5.584	6.9	3.0
2024	174.342	2.8	11.102	6.4	2.1	8.756	5.5	2.347	14.7	5.693	6.1	5.409	6.7	2.6
2025	175.916	2.8	11.182	6.4	2.1	8.798	5.5	2.384	14.9	5.764	6.2	5.418	6.6	2.2
2025 Q2	175.902	2.8	11.240	6.4	2.1	8.884	5.6	2.356	14.7	5.843	6.2	5.397	6.5	2.2
Q3	176.000	2.8	11.299	6.4	2.0	8.910	5.6	2.389	14.9	5.819	6.2	5.481	6.6	2.1
Q4	176.295	2.8	11.074	6.3	2.0	8.662	5.4	2.412	15.1	5.718	6.1	5.357	6.5	2.2
2026 Q1	176.393	2.8	11.044	6.3	2.0	8.641	5.4	2.403	15.1	5.641	6.0	5.403	6.5	2.3
2026 Feb.	-	-	11.292	6.4	-	8.874	5.5	2.418	15.2	5.802	6.2	5.489	6.6	-
Mar.	-	-	11.284	6.4	-	8.860	5.5	2.424	15.3	5.779	6.2	5.504	6.6	-
Apr.	-	-	11.245	6.4	-	8.840	5.5	2.405	15.1	5.781	6.2	5.464	6.6	-
May	-	-	11.199	6.3	-	8.790	5.5	2.409	15.1	5.754	6.1	5.445	6.6	-
June	-	-	11.265	6.4	-	8.868	5.5	2.397	15.0	5.804	6.2	5.461	6.6	-
July	-	-	11.264	6.4	-	8.893	5.5	2.371	14.9	5.773	6.2	5.491	6.6	-

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construc-tion production	Retail sales				Services produc-tion [1]	New passenger car regis-trations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings										
	Total	Manu-facturing	Inter-mediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy		Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2023	-1.7	-1.3	-6.1	3.1	-1.0	-5.4	2.4	-1.9	-2.4	-1.2	-1.5	2.3	14.6
2024	-3.0	-3.2	-4.0	-4.9	-0.1	-0.1	-1.4	1.3	0.8	1.8	0.6	1.5	-0.1
2025	1.6	1.7	-0.7	1.1	5.4	1.0	2.2	2.4	1.5	3.2	2.4	2.0	1.1
2025 Q3	1.5	1.6	-0.7	1.0	5.0	0.6	2.6	2.0	0.9	2.9	1.6	2.4	6.3
Q4	1.9	2.0	0.5	2.7	2.4	1.4	2.1	2.3	1.3	3.1	1.9	1.0	3.9
2026 Q1	-1.7	-2.1	-1.5	1.3	-7.9	2.5	-3.1	2.0	1.2	2.8	0.9	0.8	3.8
Q2	0.1	0.2	0.8	2.1	-4.0	1.6	0.1	1.5	1.4	2.6	-4.9	1.8	7.0
2026 Feb.	-1.0	-1.1	-1.6	1.9	-5.3	1.3	-4.1	1.3	1.0	1.7	0.4	1.0	2.3
Mar.	-2.8	-3.0	-1.1	1.9	-12.4	0.0	-0.4	2.4	0.9	3.8	1.3	0.4	7.7
Apr.	0.4	0.4	0.7	3.5	-4.9	2.0	0.0	1.0	1.2	1.9	-4.8	1.7	5.3
May	-0.1	-0.1	1.2	2.9	-6.4	1.8	0.7	2.0	2.2	3.0	-5.7	2.3	7.3
June	0.1	0.2	0.4	0.1	-0.7	0.9	-0.7	1.4	0.7	2.8	-4.2	1.5	8.5
July	.	.	.	.	.	.	.	0.6	1.6	0.2	-3.1	.	.
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2026 Feb.	0.3	0.8	0.5	1.0	1.3	-2.2	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	0.1	-0.3	2.2
Mar.	0.4	0.5	0.9	1.4	-4.3	-1.8	1.9	0.9	0.0	1.6	1.0	0.2	2.5
Apr.	0.3	0.4	0.7	-0.3	2.7	-0.2	-0.1	-0.4	0.7	-0.6	-3.5	0.5	0.1
May	0.3	0.2	-0.2	0.5	2.8	2.6	0.2	0.3	0.4	0.5	-1.7	0.7	0.6
June	0.0	-0.1	-0.8	-1.4	2.7	1.5	-1.3	0.2	-0.6	0.5	1.8	-0.3	1.5
July	.	.	.	.	.	.	.	-0.6	0.4	-1.4	-0.8	.	.

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

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys
(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries	
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-22	117.7	14.3	38.7	-6.3	9.1	3.7	17.2	.
2023	96.3	-6.1	80.6	-16.1	-1.1	-4.1	6.7	90.4
2024	95.9	-10.8	78.4	-12.6	-4.2	-6.8	6.3	90.1
2025	95.9	-10.1	77.6	-13.4	-2.6	-6.6	4.1	90.0
2025 Q4	97.0	-8.6	77.9	-13.0	-1.5	-6.6	4.9	89.9
2026 Q1	98.1	-7.0	78.0	-13.7	-1.9	-6.3	6.0	89.8
Q2	94.5	-7.6	78.2	-19.0	-3.9	-9.8	3.6	90.0
Q3	.	.	78.3	.	.	.	.	90.1
2026 Mar.	96.8	-6.9	.	-16.3	-2.2	-7.5	5.6	.
Apr.	93.7	-7.5	78.2	-20.5	-2.9	-9.7	2.7	90.0
May	94.2	-7.7	.	-18.9	-4.0	-10.5	3.8	.
June	95.6	-7.5	.	-17.6	-4.8	-9.2	4.5	.
July	97.1	-6.1	78.3	-15.9	-5.2	-6.8	5.1	90.1
Aug.	98.4	-5.3	.	-15.5	-5.0	-5.7	5.8	.

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial invest-ment	Non-financial investment (gross)	Net worth [2]	Housing wealth	Profit rate [3]	Saving rate (gross)	Debt ratio [4]	Financial invest-ment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) [1]		Annual percentage changes					Percentage of gross value added		Percent-age of GDP	Annual percentage changes		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14.1	84.3	1.3	1.9	2.4	4.0	1.6	37.6	6.3	68.5	1.9	3.4	1.0
2024	14.9	81.4	2.3	2.2	-7.5	5.6	4.7	36.0	4.7	67.1	1.9	0.9	1.0
2025	14.7	81.2	0.9	2.6	3.0	5.0	4.5	35.9	4.3	65.5	2.2	6.5	1.4
2025 Q2	14.9	81.3	1.3	2.7	0.2	5.5	5.2	35.9	4.2	66.5	2.6	11.7	1.7
Q3	14.8	81.3	0.4	2.6	5.0	4.9	4.8	35.8	4.3	66.1	2.3	5.6	1.5
Q4	14.7	81.2	1.0	2.6	6.3	5.0	4.5	35.9	4.3	65.5	2.2	2.0	1.4
2026 Q1	14.6	81.0	0.7	2.9	5.4	3.9	3.2	35.7	4.5	65.6	2.2	0.6	1.4

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

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account [1]	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2025 Q3	1 483.9	1 427.0	56.9	723.7	633.1	387.6	358.1	323.8	339.7	48.8	96.1	24.5	22.3
Q4	1 495.4	1 432.4	63.0	712.7	636.7	391.2	345.6	343.2	346.7	48.3	103.5	42.2	20.5
2026 Q1	1 526.6	1 448.7	78.0	714.1	653.2	405.8	367.6	356.4	326.2	50.4	101.6	37.0	26.8
Q2	1 580.2	1 501.8	78.5	760.5	706.4	411.9	366.4	359.2	331.7	48.6	97.3	21.9	13.5
2026 Jan.	505.0	466.2	38.8	234.4	205.0	135.6	121.3	118.2	106.4	16.8	33.5	15.2	13.7
Feb.	512.5	487.3	25.2	240.3	219.2	135.2	124.3	119.8	110.4	17.2	33.4	10.4	8.2
Mar.	509.2	495.1	14.1	239.3	228.9	135.1	122.1	118.4	109.4	16.4	34.6	11.4	4.9
Apr.	523.4	505.9	17.5	252.5	234.2	135.9	120.8	118.3	118.6	16.6	32.2	6.7	3.8
May	526.6	500.8	25.8	252.2	234.7	138.3	123.6	120.6	109.6	15.5	32.8	7.3	5.5
June	530.3	495.1	35.1	255.8	237.5	137.6	122.0	120.3	103.4	16.5	32.3	8.0	4.1
12-month cumulated transactions													
2026 June	6 086.2	5 809.9	276.3	2 911.0	2 629.4	1 596.5	1 437.7	1 382.5	1 344.3	196.1	398.5	125.6	83.0
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2026 June	37.5	35.8	1.7	17.9	16.2	9.8	8.9	8.5	8.3	1.2	2.5	0.8	0.5

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

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
			Total				Memo item:	Total				Memo items:	
	Exports	Imports	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2025 Q3	1.4	2.5	724.4	340.0	145.8	222.7	600.6	698.4	380.3	121.4	179.2	514.2	64.6
Q4	0.3	0.5	719.2	332.0	145.0	223.7	592.5	695.1	375.4	124.0	175.9	518.6	57.6
2026 Q1	-6.3	-0.9	726.0	341.7	144.7	220.7	589.8	709.8	389.2	127.8	177.1	520.2	64.9
Q2	6.3	10.9	766.8	.	.	.	619.5	771.2	.	.	.	540.4	.
2026 Jan.	-7.3	-7.3	238.5	112.2	47.5	73.4	195.2	227.6	122.8	41.6	57.6	169.4	18.9
Feb.	-6.6	-2.2	240.7	113.0	47.8	73.4	196.5	234.6	129.6	42.0	58.4	173.0	19.4
Mar.	-5.3	6.4	246.8	116.6	49.4	73.8	198.1	247.6	136.7	44.3	61.1	177.8	26.7
Apr.	4.6	9.5	254.1	122.2	50.5	74.9	204.8	254.1	143.4	44.7	60.0	177.5	32.3
May	-0.1	10.1	255.2	120.1	50.6	78.0	207.0	261.3	147.3	45.3	63.1	182.3	33.6
June	14.4	13.1	257.6	.	.	.	207.7	255.7	.	.	.	180.6	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2025 Q2	-2.7	1.4	93.7	86.8	89.6	108.7	93.6	101.1	95.4	101.7	111.9	101.8	135.5
Q3	0.2	3.5	94.6	87.5	95.1	105.7	94.9	102.4	96.6	104.6	112.2	103.2	140.7
Q4	-0.9	2.8	92.2	84.1	91.8	105.6	91.7	102.7	95.6	106.4	111.0	104.3	141.2
2026 Q1	-5.5	1.0	92.2	84.6	92.6	104.8	90.9	101.7	95.0	106.6	110.9	103.2	145.4
2025 Dec.	2.7	9.1	90.9	82.5	91.3	104.5	90.6	103.4	96.3	106.2	112.2	106.1	146.4
2026 Jan.	-6.9	-3.9	91.2	82.9	92.1	105.3	91.0	99.3	91.1	103.1	108.7	100.9	139.6
Feb.	-5.0	0.5	92.8	85.9	92.8	105.3	92.0	102.1	95.8	106.2	109.9	103.3	145.0
Mar.	-4.7	6.0	92.6	85.0	92.9	103.9	89.7	103.7	98.2	110.6	114.1	105.4	151.7
Apr.	1.7	2.5	95.0	88.9	94.6	105.0	93.7	102.5	96.5	109.4	111.4	103.8	148.4
May	-5.6	-0.6	93.3	85.4	95.5	104.8	92.5	102.9	97.1	107.3	112.3	103.7	161.0

Source: Eurostat.
1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 2.8) and Eurostat's trade in goods (Table 2.9) are mainly due to different definitions.
2) Product groups as classified in the Broad Economic Categories.

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices [1)]

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) [2)]						Administered prices	
	Index: 2025 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		Total	Total excluding food and energy										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2026	100.0	100.0	72.0	53.2	46.8	100.0	13.8	5.1	25.2	9.0	46.8	87.5	12.5
2023	95.7	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2024	97.9	2.4	2.8	1.1	4.0	-	-	-	-	-	-	2.3	3.3
2025	100.0	2.1	2.4	1.0	3.4	-	-	-	-	-	-	2.0	2.9
2025 Q3	100.4	2.1	2.3	1.2	3.2	0.6	0.8	1.1	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	1.8	0.2	3.3	0.7	2.0	2.2
Q2	103.1	3.0	2.4	2.8	3.2	1.1	0.0	0.7	0.3	6.3	0.9	3.0	3.2
2026 Mar.	102.0	2.6	2.3	2.0	3.2	0.8	0.0	0.3	0.0	7.0	0.3	2.6	2.5
Apr.	103.0	3.0	2.2	3.1	3.0	0.5	0.0	0.7	0.2	3.0	0.3	3.0	3.0
May	103.1	3.2	2.6	2.9	3.5	0.0	0.0	-0.4	0.1	-1.2	0.2	3.2	3.2
June	103.0	2.8	2.4	2.3	3.2	-0.1	0.0	-0.5	-0.1	-1.8	0.3	2.7	3.3
July	103.2	2.9	2.5	2.6	3.3	0.5	0.1	0.0	0.4	2.7	0.2	2.9	3.6
Aug. [3)]	103.7	3.3	2.4	.	3.0	0.4	0.1	0.5	0.3	2.9	0.1	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Total	Rents				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% of total in 2026	18.9	13.8	5.1	34.2	25.2	9.0	9.6	5.8	6.8	2.1	18.2	10.0
2023	10.9	11.4	9.5	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.4	6.9	4.0
2024	2.9	3.2	2.1	0.0	0.8	-2.2	3.3	2.9	4.2	-0.7	5.0	4.0
2025	2.8	2.6	3.4	0.0	0.6	-1.4	3.2	2.9	3.9	-1.0	3.7	3.9
2025 Q3	3.1	2.8	4.2	0.1	0.7	-1.6	3.2	2.9	3.7	-0.9	3.2	3.8
Q4	2.5	2.3	3.0	0.1	0.5	-1.1	3.2	3.0	3.7	0.6	3.7	3.7
2026 Q1	2.5	1.8	4.3	0.2	0.5	-0.7	3.1	2.8	3.2	0.2	3.8	3.2
Q2	1.9	1.2	3.9	3.2	0.8	10.1	3.1	2.7	3.6	1.4	3.4	3.1
2026 Mar.	2.4	1.7	4.2	1.8	0.5	5.1	3.1	2.7	3.5	0.4	3.6	3.2
Apr.	2.4	1.6	4.6	3.5	0.8	10.8	3.1	2.7	2.7	0.9	3.2	3.1
May	1.9	1.1	4.0	3.5	0.9	10.8	3.1	2.7	4.5	1.7	3.6	3.1
June	1.5	0.9	3.1	2.8	0.7	8.5	3.1	2.7	3.7	1.6	3.3	3.1
July	1.2	0.7	2.4	3.5	0.9	10.3	3.1	2.7	4.0	2.0	3.3	2.9
Aug. [3)]	1.2	0.6	2.7	.	1.2	14.3	.	.	.	.	.	.

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			
							Consumer goods						
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Total	Food, beverages and tobacco	Non-food				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2023	130.0	-2.2	1.9	3.8	-0.2	4.8	8.3	8.4	5.7	-13.4	6.9	-1.0	-8.2
2024	124.6	-4.2	-0.6	-0.1	-2.4	1.6	1.6	0.3	1.2	-12.2	2.1	2.2	-4.7
2025	125.1	0.4	0.4	1.1	0.4	1.7	2.2	1.7	1.6	-0.8	1.0	5.3	2.3
2025 Q3	124.2	-0.1	0.5	1.0	-0.1	1.7	2.4	2.0	1.5	-2.3	1.1	5.2	1.7
Q4	124.6	-1.2	0.6	1.0	0.5	1.7	2.0	0.9	1.8	-6.0	1.8	5.1	1.9
2026 Q1	126.5	-1.1	1.4	1.2	1.6	1.6	1.3	-0.2	1.7	-5.7	1.9	4.7	.
Q2	129.9	5.1	5.8	2.7	5.2	2.3	0.7	-1.0	2.1	11.7	3.3	.	.
2026 Feb.	124.8	-3.0	0.3	1.1	1.3	1.6	1.2	-0.2	1.7	-11.7	-	-	-
Mar.	129.0	2.0	3.7	1.4	2.0	1.7	1.1	-0.5	1.7	4.0	-	-	-
Apr.	129.8	4.9	6.1	2.3	3.9	2.2	0.8	-0.8	1.9	12.4	-	-	-
May	130.1	5.9	6.2	2.8	5.5	2.3	0.7	-1.0	2.2	14.0	-	-	-
June	129.7	4.6	5.1	3.0	6.1	2.3	0.5	-1.2	2.3	8.8	-	-	-
July	131.8	5.8	5.8	3.1	6.3	2.6	0.4	-1.2	2.4	12.9	-	-	-

Sources: Eurostat, ECB calculations, and ECB calculations based on MSCI data and national sources (col. 13).
1) Domestic sales only.
2) Output prices for residential buildings.
3) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).
Note: Euro area data in columns 1 to 12 include Bulgaria.

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (Brent spot, US Dollar)	Non-energy commodity prices (EUR)					
			Domestic demand							Import-weighted [2]			Use-weighted [2]		
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation	Exports [1]	Imports [1]		Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% of total										100.0	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6
2023	114.1	6.3	4.9	6.3	3.9	4.1	0.7	-2.1	83.7	-13.2	-14.1	-12.3	-14.0	-14.6	-13.4
2024	117.4	2.9	2.4	2.4	2.8	1.9	0.8	-0.3	82.0	2.7	2.5	3.0	3.7	3.9	3.5
2025	120.2	2.4	2.3	2.1	3.2	1.9	0.4	0.1	69.9	-0.6	0.2	-1.2	-1.1	-0.6	-1.6
2025 Q3	120.4	2.4	2.3	2.1	2.9	1.8	-0.1	-0.5	69.9	-1.9	-1.9	-1.9	-3.0	-3.2	-2.9
Q4	121.5	2.6	2.5	2.3	3.4	2.0	-0.4	-1.0	64.3	-4.8	-9.5	-0.8	-7.3	-11.7	-2.8
2026 Q1	122.0	2.4	2.0	2.2	2.4	2.1	0.6	-0.4	82.9	-6.7	-17.3	2.8	-7.9	-14.5	-0.9
Q2	122.8	2.4	2.6	3.0	2.5	2.9	3.9	4.3	109.4	6.2	-5.7	16.6	5.3	-3.2	14.4
2026 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	105.7	-3.2	-11.4	4.0	-3.5	-7.7	0.8
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	133.1	4.5	-8.1	15.9	4.0	-4.3	13.1
May	-	-	-	-	-	-	-	-	111.7	6.6	-6.8	18.6	6.0	-3.3	15.9
June	-	-	-	-	-	-	-	-	86.0	7.6	-1.8	15.5	6.0	-1.9	14.1
July	-	-	-	-	-	-	-	-	82.4	9.8	8.9	10.6	7.7	6.1	9.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	93.7	8.5	4.9	11.3	6.5	3.7	9.2

Sources: Eurostat, ECB calculations and LSEG (London Stock Exchange Group) (col. 9).
1) Deflators for exports and imports refer to goods and services and include cross-border trade within the euro area.
2) Import-weighted: weighted according to 2009-11 average import structure; use-weighted: weighted according to 2009-11 average domestic demand structure.

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys
(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)				
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction	
	1	2	3	4	5
1999-22	47.4	49.5	25.1	39.7	67.3
2023	9.0	28.8	19.6	15.0	75.6
2024	6.1	14.6	15.1	4.7	55.9
2025	9.0	16.9	13.9	4.7	48.9
2025 Q3	8.1	17.0	13.5	3.1	48.0
Q4	10.3	17.9	13.6	7.9	48.4
2026 Q1	14.3	18.3	14.6	8.8	46.7
Q2	26.1	27.0	16.3	16.5	56.5
2026 Mar.	19.6	20.3	15.0	11.1	47.5
Apr.	29.6	27.6	17.6	19.2	56.5
May	26.5	26.9	16.6	17.1	57.4
June	22.2	26.6	14.7	13.3	55.5
July	17.8	22.6	13.7	9.1	53.8
Aug.	16.4	22.1	14.1	8.4	54.9

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

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

			By component		For selected economic activities		
	Total (index: 2020=100)	Total	Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	Memo item: Indicator of negotiated wages [1]
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2023	110.6	4.9	4.7	5.5	5.2	4.2	4.3
2024	115.8	4.7	4.7	4.7	4.7	4.6	4.6
2025	120.2	3.7	3.6	4.1	3.9	3.4	2.8
2025 Q3	116.2	3.4	3.3	3.9	3.5	3.4	2.0
Q4	127.2	3.7	3.4	4.5	3.5	4.1	2.9
2026 Q1	116.1	3.2	3.4	2.8	3.2	3.3	2.6
Q2	128.7	3.1	3.1	3.1	3.4	3.1	2.4

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry andfishing	Manu-facturing, energy and utilities	Con-struction	Trade, transport, accom-modation and food services	Information and commu-nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad-ministration, education, health and social work	Arts, enter-tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2023	109.6	6.5	6.5	8.4	4.9	7.8	1.1	10.6	3.0	6.2	5.3	3.8
2024	114.3	4.3	3.9	3.2	6.2	5.0	3.9	5.7	1.8	4.3	4.3	4.3
2025	118.1	3.3	0.5	2.4	4.5	3.0	-0.1	4.1	4.3	4.0	4.2	4.5
2025 Q3	118.3	3.4	0.1	3.1	4.0	3.0	-0.3	3.9	5.3	3.7	4.0	6.1
Q4	119.3	3.3	0.9	3.0	2.9	2.6	-0.9	3.3	3.8	3.3	4.5	3.7
2026 Q1	120.3	3.5	2.8	5.9	4.6	2.8	-0.6	4.1	4.1	3.4	3.3	3.9
Q2	120.7	2.6	0.8	2.2	4.7	2.4	-0.4	3.6	3.2	2.6	3.0	2.9
Compensation per employee												
2023	115.1	5.3	4.7	5.8	4.9	5.6	4.4	6.5	3.5	6.0	4.8	5.7
2024	120.3	4.6	5.3	4.2	4.2	4.3	4.2	5.0	3.9	4.7	4.8	5.4
2025	125.0	3.8	4.3	3.7	4.0	3.8	4.1	3.3	3.0	4.0	4.0	3.7
2025 Q3	125.5	3.9	4.0	4.0	3.9	3.9	4.6	3.1	3.8	4.0	3.8	4.5
Q4	126.7	3.7	3.5	3.6	3.4	3.7	4.1	3.5	4.3	3.2	4.2	3.1
2026 Q1	127.6	3.5	3.5	3.3	3.1	3.8	4.5	3.3	4.6	3.9	3.3	4.1
Q2	128.7	3.3	3.3	3.6	3.5	3.2	4.8	3.0	3.7	3.4	3.0	3.3
Labour productivity per person employed												
2023	105.0	-1.1	-1.7	-2.4	0.0	-2.1	3.3	-3.7	0.6	-0.2	-0.5	1.8
2024	105.3	0.2	1.4	1.1	-1.9	-0.7	0.3	-0.7	2.1	0.4	0.5	1.0
2025	105.8	0.5	3.7	1.3	-0.5	0.8	4.2	-0.8	-1.2	0.0	-0.2	-0.7
2025 Q3	106.0	0.5	3.9	0.9	-0.1	0.9	4.9	-0.7	-1.4	0.3	-0.2	-1.5
Q4	106.1	0.4	2.6	0.5	0.4	1.0	5.1	0.1	0.5	-0.1	-0.3	-0.6
2026 Q1	106.0	0.0	0.7	-2.5	-1.4	0.9	5.1	-0.7	0.5	0.4	0.0	0.3
Q2	106.5	0.7	2.5	1.4	-1.1	0.8	5.2	-0.6	0.4	0.8	0.0	0.4
Compensation per hour worked												
2023	108.7	4.9	4.5	5.6	4.6	5.2	4.3	6.3	3.6	5.5	4.3	4.7
2024	113.2	4.2	5.0	4.1	4.3	3.9	3.9	4.6	3.3	3.6	4.4	4.9
2025	118.0	4.2	4.7	4.2	4.3	4.3	4.5	3.9	4.3	4.5	4.3	3.1
2025 Q3	118.0	3.9	5.1	3.9	4.0	3.8	5.1	3.8	4.5	4.2	3.7	3.9
Q4	119.0	3.8	3.8	3.6	3.7	4.1	4.0	3.6	6.4	3.3	4.2	2.3
2026 Q1	120.0	3.5	4.0	3.0	3.9	3.8	4.7	3.8	5.3	3.7	3.0	3.9
Q2	121.1	3.3	3.4	3.3	3.8	2.9	4.8	3.4	4.0	3.0	3.1	4.2
Hourly labour productivity												
2023	99.0	-1.3	-1.0	-2.6	0.1	-2.1	3.2	-3.8	0.7	-0.5	-0.9	0.9
2024	98.9	-0.1	0.7	1.0	-1.9	-0.9	-0.1	-0.9	1.4	-0.3	0.0	0.5
2025	99.9	1.0	4.7	1.9	-0.1	1.5	4.4	-0.3	-0.5	0.3	0.1	-1.3
2025 Q3	99.7	0.6	4.8	0.8	0.0	1.1	5.1	-0.3	-2.1	0.1	-0.2	-2.2
Q4	99.7	0.6	3.4	0.6	0.7	1.5	4.8	0.2	2.3	0.0	-0.2	-1.0
2026 Q1	99.8	0.1	1.1	-2.8	-0.8	0.9	5.1	-0.2	0.9	0.4	-0.2	0.2
Q2	100.3	0.6	2.1	1.0	-1.3	0.6	5.2	-0.2	0.4	0.5	0.2	1.3

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates
(percentages per annum, period averages)

	Euro area [1]					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3.21	3.24	3.43	3.69	3.87	5.01	-0.03
2024	3.64	3.56	3.57	3.48	3.27	5.15	0.12
2025	2.18	2.12	2.18	2.20	2.22	4.24	0.47
2026 Mar.	1.93	1.93	2.11	2.32	2.57	3.65	0.73
Apr.	1.93	1.97	2.18	2.45	2.75	3.64	0.73
May	1.93	1.96	2.23	2.54	2.80	3.59	0.73
June	2.04	2.15	2.34	2.60	2.80	3.63	0.84
July	2.18	2.21	2.43	2.65	2.86	3.62	0.98
Aug.	2.19	2.22	2.51	2.71	2.95	3.64	0.98

Source: LSEG and ECB calculations.
1) Data refer to the changing composition of the euro area.

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area [1][2]					Euro area [1][2]	United States	Japan	Euro area [1][2]			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	0.64	2.25	1.54	1.76	2.64
2024	2.58	2.18	2.01	2.13	2.45	0.27	0.41	0.63	1.86	1.89	2.50	2.91
2025	1.98	2.02	2.11	2.44	2.95	0.92	0.74	1.14	2.09	2.30	3.02	3.78
2026 Mar.	2.09	2.50	2.59	2.69	3.07	0.58	0.71	1.20	2.74	2.63	3.04	3.75
Apr.	2.20	2.51	2.61	2.73	3.09	0.59	0.72	1.40	2.72	2.68	3.05	3.77
May	2.20	2.41	2.50	2.65	3.02	0.60	0.72	1.54	2.57	2.59	2.99	3.69
June	2.28	2.43	2.48	2.58	2.92	0.49	0.54	1.47	2.53	2.51	2.88	3.57
July	2.38	2.65	2.76	2.89	3.23	0.58	0.73	1.52	2.86	2.87	3.18	3.88
Aug.	2.42	2.71	2.86	3.01	3.34	0.63	0.68	1.44	2.96	3.01	3.29	3.98

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 materi-als	Con-sumer services	Con-sumer goods	Oil and gas	Finan-cials	Indus-trials	Tech-nology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2023	452.0	4 272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4 285.6	30 716.6
2024	502.8	4 870.4	992.6	299.1	161.1	123.9	231.6	951.6	1 069.3	378.7	301.6	792.1	5 430.7	38 395.3
2025	565.6	5 396.9	961.3	270.5	155.2	135.2	321.9	1 153.7	1 104.9	444.9	356.1	855.9	6 216.9	41 794.2
2026 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
Apr.	629.5	5 880.4	1 051.6	239.5	154.3	214.2	382.8	1 235.8	1 252.9	584.3	400.3	829.5	6 957.0	57 245.8
May	638.1	5 942.2	1 048.2	237.5	155.1	217.8	384.9	1 246.4	1 374.0	569.6	426.2	786.0	7 412.6	62 773.7
June	659.8	6 179.0	1 056.2	246.0	158.3	204.8	402.7	1 262.5	1 548.9	576.0	419.6	805.5	7 450.0	68 340.5
July	666.9	6 291.7	1 077.7	244.7	164.9	200.9	429.7	1 265.1	1 477.6	589.3	381.8	841.0	7 481.3	66 505.6
Aug.	682.1	6 483.6	1 101.9	242.4	161.5	208.5	450.1	1 320.7	1 502.2	570.6	385.2	844.3	7 711.3	66 377.8

Source: LSEG.

4 Financial market developments

4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) [1), 2)]

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					
			With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation				By initial period of rate fixation					
	Overnight	Redeemable at notice of up to 3 months	Up tp 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year	APRC [3)]		Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years	APRC [3)]	Composite cost-of-borrowing indicator
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2025 Aug.	0.25	1.22	1.72	2.16	7.28	16.40	7.12	7.54	8.25	4.15	3.59	3.40	3.46	3.18	3.62	3.31
Sep.	0.25	1.21	1.76	2.14	7.34	16.42	6.75	7.46	8.18	4.14	3.52	3.39	3.49	3.17	3.61	3.31
Oct.	0.25	1.21	1.78	2.16	7.32	16.40	6.40	7.42	8.10	4.18	3.52	3.37	3.48	3.16	3.59	3.31
Nov.	0.25	1.21	1.77	2.21	7.25	16.41	6.19	7.45	8.07	4.17	3.53	3.35	3.48	3.15	3.58	3.30
Dec.	0.25	1.22	1.78	2.27	7.23	16.42	6.36	7.24	7.91	4.01	3.55	3.37	3.48	3.13	3.59	3.32
2026 Jan.	0.25	1.23	1.79	2.30	7.27	16.49	7.17	7.62	8.37	4.13	3.51	3.37	3.51	3.23	3.65	3.35
Feb.	0.25	1.17	1.80	2.24	7.26	16.42	6.83	7.59	8.27	4.20	3.48	3.37	3.55	3.26	3.66	3.37
Mar.	0.26	1.17	1.84	2.27	7.30	16.47	7.02	7.50	8.16	4.12	3.50	3.35	3.52	3.24	3.64	3.35
Apr.	0.26	1.17	1.88	2.40	7.23	16.44	7.11	7.65	8.34	4.30	3.56	3.43	3.61	3.31	3.72	3.44
May	0.27	1.17	1.93	2.37	7.19	16.42	7.18	7.67	8.43	4.38	3.60	3.46	3.65	3.32	3.76	3.48
June	0.28	1.17	2.06	2.55	7.29	16.47	7.20	7.54	8.22	4.35	3.65	3.52	3.67	3.34	3.77	3.51
July [(p)]	0.28	1.18	2.12	2.57	7.32	16.49	7.45	7.61	8.32	4.48	3.69	3.57	3.73	3.36	3.81	3.54

Source: ECB.
1) Data refer to the changing composition of the euro area.
2) Including non-profit institutions serving households.
3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
		With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
	Overnight	Up tp 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2025 Aug.	0.51	1.88	2.29	3.65	3.59	4.04	4.75	3.54	3.41	3.64	3.07	3.35	3.63	3.46
Sep.	0.52	1.90	2.30	3.69	3.59	4.11	4.90	3.50	3.37	3.62	3.14	3.39	3.61	3.50
Oct.	0.53	1.89	2.47	3.66	3.59	4.12	4.81	3.52	3.41	3.63	3.19	3.26	3.54	3.51
Nov.	0.52	1.92	2.37	3.64	3.67	4.18	4.88	3.49	3.44	3.59	3.15	3.33	3.55	3.50
Dec.	0.52	1.94	2.48	3.68	3.65	4.09	4.82	3.53	3.40	3.64	3.31	3.54	3.60	3.57
2026 Jan.	0.52	1.90	2.42	3.68	3.59	4.07	4.71	3.58	3.41	3.71	3.30	3.45	3.57	3.57
Feb.	0.52	1.90	2.36	3.66	3.66	4.14	4.80	3.55	3.42	3.70	3.19	3.15	3.62	3.51
Mar.	0.54	1.95	2.52	3.67	3.64	4.30	4.83	3.55	3.51	3.71	3.28	3.55	3.59	3.59
Apr.	0.54	1.99	2.72	3.70	3.70	4.33	4.84	3.60	3.59	3.81	3.31	3.50	3.68	3.62
May	0.53	2.03	2.61	3.71	3.78	4.47	5.09	3.64	3.74	3.88	3.28	3.57	3.75	3.64
June	0.59	2.20	2.66	3.83	3.91	4.46	5.05	3.72	3.76	3.89	3.56	3.67	3.77	3.79
July [(p)]	0.60	2.25	2.83	3.87	3.83	4.43	4.99	3.84	3.83	3.92	3.49	3.84	3.83	3.80

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues [1]						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2023	1 575.2	623.6	164.6	104.6	85.2	701.8	659.1	537.2	242.2	117.8	91.3	48.7	128.5	104.6
2024	1 600.6	581.1	206.4	119.9	71.3	741.8	674.7	517.3	206.4	133.6	103.9	40.1	137.2	110.2
2025	1 617.6	575.6	218.6	134.5	77.6	745.8	662.7	555.2	226.7	151.9	120.2	42.0	134.7	107.8
2026 Feb.	1 690.3	622.5	222.1	126.7	92.5	753.2	659.4	557.8	230.9	153.5	117.1	41.3	132.1	99.9
Mar.	1 667.4	580.0	222.8	129.8	90.9	773.7	682.6	625.9	234.7	173.7	136.8	48.2	169.2	144.4
Apr.	1 666.5	577.1	202.7	109.5	100.6	786.0	700.2	629.3	222.1	171.0	127.5	62.3	173.9	144.8
May	1 674.2	577.3	205.2	107.6	97.2	794.5	710.0	588.0	213.9	171.7	123.5	53.0	149.4	123.8
June	1 730.1	613.1	209.2	104.5	93.4	814.5	730.9	657.1	254.4	189.8	135.0	55.0	158.0	137.2
July	1 708.2	601.0	212.8	101.1	93.1	801.3	726.8	632.0	233.5	190.3	137.1	51.3	157.0	134.6
Long-term														
2023	19 445.4	4 456.3	3 255.6	1 429.7	1 544.6	10 188.9	9 449.7	322.0	93.4	68.3	31.0	21.2	139.2	130.7
2024	20 544.5	4 773.1	3 537.9	1 523.8	1 635.1	10 598.4	9 826.3	350.6	89.2	85.9	35.2	27.0	148.6	137.9
2025	21 428.3	4 888.9	3 793.2	1 692.7	1 738.9	11 007.3	10 214.2	384.1	93.0	102.4	44.7	31.1	157.7	146.6
2026 Feb.	22 001.2	4 991.5	3 824.7	1 690.9	1 773.5	11 411.6	10 584.2	387.4	88.4	87.7	32.8	23.1	188.3	174.3
Mar.	21 698.8	4 939.6	3 816.9	1 711.2	1 730.3	11 212.0	10 394.8	443.9	113.4	128.4	64.1	20.8	181.2	163.9
Apr.	21 756.7	5 003.1	3 806.6	1 688.0	1 747.1	11 199.9	10 382.3	438.3	129.1	93.8	36.3	34.1	181.3	170.8
May	22 005.3	5 043.9	3 859.7	1 707.0	1 773.3	11 328.4	10 499.1	439.7	113.5	103.7	37.2	45.2	177.3	164.8
June	22 307.4	5 123.7	3 894.5	1 728.3	1 797.1	11 492.1	10 646.3	512.6	149.1	112.9	45.7	45.2	205.4	188.8
July	22 171.9	5 149.1	3 898.0	1 728.9	1 783.8	11 341.0	10 508.9	425.3	143.5	95.8	29.3	26.9	159.1	153.0

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government				
			Total	FVCs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount											
2023	21 020.5	5 079.9	3 420.2	1 534.3	1 629.9	10 890.6	10 108.8	9 642.3	625.3	1 386.1	7 630.4
2024	22 145.1	5 354.2	3 744.3	1 643.7	1 706.4	11 340.1	10 501.0	10 147.6	753.4	1 586.2	7 807.6
2025	23 045.9	5 464.5	4 011.8	1 827.2	1 816.5	11 753.2	10 876.9	11 702.7	1 315.7	1 850.5	8 536.0
2026 Feb.	23 691.6	5 614.0	4 046.8	1 817.5	1 865.9	12 164.8	11 243.5	12 301.8	1 320.4	1 872.6	9 108.3
Mar.	23 366.3	5 519.6	4 039.7	1 841.0	1 821.3	11 985.7	11 077.4	11 330.9	1 177.3	1 770.7	8 382.4
Apr.	23 423.2	5 580.3	4 009.3	1 797.5	1 847.8	11 985.9	11 082.5	11 922.0	1 269.2	1 840.8	8 811.5
May	23 679.4	5 621.2	4 064.9	1 814.7	1 870.5	12 122.8	11 209.1	12 297.7	1 328.6	1 841.6	9 127.1
June	24 037.5	5 736.7	4 103.7	1 832.7	1 890.4	12 306.6	11 377.2	12 600.3	1 425.3	1 927.5	9 247.0
July	23 880.1	5 750.1	4 110.8	1 830.0	1 876.9	12 142.3	11 235.7	12 591.0	1 499.3	1 978.5	9 112.8
Growth rate [1]											
2025 Dec.	5.3	3.3	10.1	12.6	4.1	4.9	4.9	0.1	2.9	-1.7	0.1
2026 Jan.	5.5	3.3	9.8	11.4	4.8	5.3	5.1	0.2	2.6	-0.6	0.0
Feb.	5.4	3.8	9.3	10.8	4.9	5.0	4.8	0.2	2.3	-0.9	0.1
Mar.	5.4	2.9	9.3	10.9	4.3	5.5	5.5	0.3	2.3	-0.6	0.3
Apr.	5.4	5.1	7.5	7.3	4.7	4.9	4.9	0.2	1.6	-1.0	0.3
May	5.1	3.9	7.5	8.0	3.6	5.2	5.2	0.2	1.6	-1.0	0.3
June	5.5	4.8	6.8	6.0	3.8	5.6	5.5	0.4	1.2	-0.5	0.4
July	5.6	5.8	6.5	5.2	3.7	5.5	5.6	0.1	1.2	-0.9	0.2

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates [1)]

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-17						EER-40	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97.9	93.6	98.0	88.9	58.1	87.7	122.1	94.0
2024	98.2	94.0	98.3	89.4	56.6	88.7	124.4	94.2
2025	100.4	96.0	100.4	91.7	54.8	91.2	128.3	96.1
2025 Q3	102.1	97.7	102.1	93.3	55.4	93.1	130.8	97.8
Q4	101.9	97.4	101.9	93.3	55.1	93.0	130.7	97.5
2026 Q1	101.4	97.2	101.6	92.8	54.8	92.9	130.3	97.2
Q2	100.8	96.9	100.9	.	.	.	129.7	96.7
2026 Mar.	100.8	96.8	101.4	-	-	-	129.6	96.8
Apr.	101.3	97.6	102.1	-	-	-	130.2	97.4
May	100.8	96.9	101.0	-	-	-	129.7	96.7
June	100.3	96.4	99.8	-	-	-	129.0	96.1
July	99.9	96.3	99.1	-	-	-	128.7	96.1
Aug.	100.4	97.0	99.4	-	-	-	129.6	96.9
Percentage change versus previous month								
2026 Aug.	0.5	0.7	0.3	-	-	-	0.7	0.8
Percentage change versus previous year								
2026 Aug.	-1.6	-0.6	-2.5	-	-	-	-0.8	-0.8

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7.660	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2024	7.787	25.120	7.459	395.304	163.852	4.306	0.847	4.9746	11.433	0.953	1.082
2025	8.119	24.688	7.463	397.767	169.043	4.240	0.857	5.0424	11.066	0.937	1.130
2025 Q3	8.360	24.498	7.464	395.800	172.286	4.258	0.866	5.0703	11.121	0.935	1.168
Q4	8.250	24.272	7.469	386.506	179.223	4.237	0.875	5.0884	10.952	0.930	1.163
2026 Q1	8.103	24.328	7.471	384.158	183.596	4.235	0.868	5.0939	10.695	0.917	1.170
Q2	7.910	24.298	7.473	360.169	185.336	4.250	0.866	5.1919	10.886	0.919	1.163
2026 Mar.	7.970	24.438	7.472	389.186	183.399	4.271	0.866	5.0954	10.761	0.909	1.156
Apr.	8.000	24.381	7.473	368.960	186.206	4.250	0.869	5.0991	10.835	0.921	1.171
May	7.935	24.313	7.473	358.231	184.710	4.241	0.866	5.2296	10.861	0.915	1.167
June	7.804	24.208	7.474	353.939	185.114	4.257	0.864	5.2421	10.955	0.921	1.152
July	7.737	24.207	7.475	359.468	185.539	4.318	0.854	5.2372	11.046	0.926	1.142
Aug.	7.809	24.179	7.476	363.382	184.102	4.310	0.856	5.2493	11.023	0.936	1.159
Percentage change versus previous month											
2026 Aug.	0.9	-0.1	0.0	1.1	-0.8	-0.2	0.3	0.2	-0.2	1.1	1.5
Percentage change versus previous year											
2026 Aug.	-6.4	-1.4	0.2	-8.3	7.2	1.1	-1.1	3.6	-1.2	-0.3	-0.3

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total [1]			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2025 Q2	35 885.5	34 552.7	1 332.8	12 598.6	9 747.0	14 352.2	16 775.2	2.9	7 469.8	8 030.5	1 462.1	16 902.4
Q3	36 820.9	35 270.8	1 550.1	12 645.5	9 803.7	15 080.5	17 416.7	-11.4	7 484.0	8 050.5	1 622.2	17 013.6
Q4	37 696.7	36 045.6	1 651.1	12 883.2	9 857.0	15 500.5	18 128.4	-3.2	7 541.3	8 060.2	1 774.9	16 959.7
2026 Q1	38 475.1	36 677.5	1 797.6	12 933.3	9 896.0	15 575.6	18 269.6	20.0	8 038.1	8 511.9	1 908.1	17 524.9
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2026 Q1	239.2	228.0	11.2	80.4	61.5	96.8	113.6	0.1	50.0	52.9	11.9	109.0
Transactions												
2025 Q3	316.1	263.1	53.0	45.1	35.3	281.9	203.8	-4.4	-12.5	24.0	5.9	-
Q4	406.9	312.2	94.7	209.4	-3.3	142.6	277.5	-24.3	70.5	38.0	8.6	-
2026 Q1	628.9	596.7	32.2	66.3	55.7	219.5	274.3	-11.4	348.8	266.7	5.7	-
Q2	605.6	558.5	47.1	31.5	-16.6	176.0	367.1	49.7	346.0	208.0	2.4	-
2026 Jan.	370.7	356.0	14.7	10.7	-4.8	170.0	100.9	-23.6	212.6	259.9	1.1	-
Feb.	305.3	283.9	21.4	15.4	14.7	112.0	132.3	-8.5	184.1	136.9	2.3	-
Mar.	-47.1	-43.2	-3.9	40.2	45.8	-62.5	41.1	20.7	-47.9	-130.1	2.3	-
Apr.	183.6	146.5	37.1	21.1	16.4	46.8	35.9	14.7	104.0	94.3	-3.0	-
May	198.5	198.7	-0.2	4.1	0.0	75.4	72.8	17.3	95.5	125.9	6.3	-
June	223.5	213.3	10.2	6.2	-32.9	53.7	258.4	17.8	146.6	-12.2	-0.8	-
12-month cumulated transactions												
2026 June	1 957.4	1 730.5	226.9	352.4	71.1	820.0	1 122.8	9.6	752.8	536.7	22.6	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2026 June	12.1	10.7	1.4	2.2	0.4	5.1	6.9	0.1	4.6	3.3	0.1	-

Source: ECB.
1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates [1)]

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

	M3											
	M2							M3-M2				Total
	M1			M2-M1			Total					
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total		Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	Total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2023	1 534.0	8 811.6	10 345.6	2 305.6	2 451.9	4 757.5	15 103.1	183.5	743.6	69.4	996.6	16 099.7
2024	1 554.5	9 036.5	10 591.0	2 544.5	2 456.1	5 000.6	15 591.6	253.8	885.7	33.2	1 172.7	16 764.3
2025	1 587.5	9 503.0	11 090.5	2 419.9	2 564.8	4 984.7	16 075.2	257.4	855.7	11.8	1 125.0	17 200.2
2025 Q3	1 574.9	9 328.1	10 903.0	2 348.8	2 543.7	4 892.6	15 795.6	258.6	922.6	12.3	1 193.5	16 989.1
Q4	1 587.5	9 503.0	11 090.5	2 419.9	2 564.8	4 984.7	16 075.2	257.4	855.7	11.8	1 125.0	17 200.2
2026 Q1	1 602.1	9 676.0	11 278.1	2 422.7	2 574.0	4 996.7	16 274.8	223.3	900.9	40.3	1 164.4	17 439.2
Q2 (p)	1 609.3	9 715.4	11 324.7	2 516.1	2 576.2	5 092.3	16 416.9	233.4	916.5	48.1	1 198.1	17 615.0
2026 Feb.	1 598.0	9 615.3	11 213.3	2 435.6	2 574.5	5 010.2	16 223.5	206.9	884.1	19.0	1 109.9	17 333.4
Mar.	1 602.1	9 676.0	11 278.1	2 422.7	2 574.0	4 996.7	16 274.8	223.3	900.9	40.3	1 164.4	17 439.2
Apr.	1 602.9	9 676.0	11 278.9	2 445.6	2 579.5	5 025.1	16 304.0	200.8	900.7	44.0	1 145.4	17 449.4
May	1 606.4	9 690.1	11 296.5	2 472.7	2 580.6	5 053.3	16 349.8	213.3	911.4	48.7	1 173.5	17 523.3
June	1 609.3	9 715.4	11 324.7	2 516.1	2 576.2	5 092.3	16 416.9	233.4	916.5	48.1	1 198.1	17 615.0
July (p)	1 612.7	9 680.1	11 292.8	2 569.4	2 574.2	5 143.6	16 436.4	220.0	907.0	50.6	1 177.5	17 614.0
Transactions												
2023	-5.3	-967.1	-972.4	927.2	-104.0	823.2	-149.2	39.8	94.7	22.2	156.7	7.6
2024	21.2	178.3	199.5	205.5	6.8	212.3	411.7	75.6	131.5	-36.4	170.7	582.4
2025	33.0	475.1	508.1	-123.3	101.4	-21.9	486.2	8.9	-5.2	-13.3	-9.6	476.6
2025 Q3	11.0	84.3	95.2	-52.6	29.2	-23.4	71.9	1.4	1.4	-13.3	-10.5	61.4
Q4	12.6	139.9	152.6	56.6	21.1	77.7	230.3	-0.3	-34.2	2.2	-32.3	198.0
2026 Q1	7.0	89.9	96.9	-18.4	8.7	-9.7	87.2	-8.4	43.2	29.3	64.1	151.3
Q2 (p)	7.2	24.2	31.4	92.1	2.2	94.3	125.7	13.1	12.6	1.7	27.4	153.1
2026 Feb.	1.0	13.6	14.6	23.5	5.2	28.7	43.3	-24.4	24.8	-19.0	-18.6	24.7
Mar.	4.1	53.3	57.4	-16.4	-0.7	-17.1	40.3	15.3	16.1	22.4	53.8	94.1
Apr.	0.8	-6.1	-5.3	25.0	5.6	30.6	25.3	-21.8	-1.4	0.9	-22.4	3.0
May	3.5	11.1	14.6	26.5	1.1	27.7	42.2	12.4	9.9	2.1	24.4	66.6
June	2.9	19.3	22.1	40.6	-4.5	36.0	58.2	22.5	4.1	-1.3	25.3	83.5
July (p)	3.5	-33.5	-30.0	54.3	-2.0	52.3	22.3	-13.2	-10.3	2.0	-21.5	0.8
Growth rates												
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.2	-4.1	20.9	-1.0	32.6	14.6	42.3	19.1	0.0
2024	1.4	2.0	1.9	8.9	0.3	4.5	2.7	41.6	17.6	-54.4	17.2	3.6
2025	2.1	5.3	4.8	-4.9	4.1	-0.4	3.1	3.6	-0.6	-52.4	-0.8	2.8
2025 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	5.3	4.8	-4.9	4.1	-0.4	3.1	3.6	-0.6	-52.4	-0.8	2.8
2026 Q1	2.3	5.1	4.7	-3.6	3.4	-0.1	3.2	4.0	3.5	26.8	4.1	3.2
Q2 (p)	2.4	3.6	3.5	3.2	2.4	2.8	3.3	2.4	2.7	90.3	4.4	3.3
2026 Feb.	2.0	5.1	4.6	-3.4	3.8	0.2	3.2	-10.4	0.5	-26.1	-2.4	2.8
Mar.	2.3	5.1	4.7	-3.6	3.4	-0.1	3.2	4.0	3.5	26.8	4.1	3.2
Apr.	2.3	4.2	3.9	-1.7	3.3	0.8	2.9	-11.7	3.3	31.2	0.9	2.8
May	2.4	3.9	3.7	-0.2	3.0	1.4	3.0	-3.1	3.4	45.1	3.2	3.0
June	2.4	3.6	3.5	3.2	2.4	2.8	3.3	2.4	2.7	90.3	4.4	3.3
July (p)	2.4	3.3	3.1	5.6	2.0	3.8	3.3	2.8	2.1	91.2	4.2	3.4

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 [1)]

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

	Non-financial corporations [2)]					Households [3)]							
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Financial corporations other than MFIs and ICPFs [2)]	Insurance corporations and pension funds	Other general government [4)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2023	3 318.2	2 403.6	772.2	130.9	11.6	8 406.5	5 105.8	1 014.1	2 285.3	1.3	1 258.9	226.7	542.4
2024	3 417.1	2 479.2	793.5	133.3	11.1	8 734.0	5 188.5	1 255.1	2 289.0	1.3	1 359.9	231.6	548.3
2025	3 505.8	2 575.3	774.3	150.4	5.9	8 989.8	5 472.0	1 136.3	2 380.2	1.3	1 472.1	224.2	553.2
2025 Q3	3 468.6	2 538.4	778.4	145.7	6.0	8 908.2	5 405.8	1 138.3	2 363.0	1.1	1 335.8	229.4	537.2
Q4	3 505.8	2 575.3	774.3	150.4	5.9	8 989.8	5 472.0	1 136.3	2 380.2	1.3	1 472.1	224.2	553.2
2026 Q1	3 568.1	2 626.1	786.5	152.4	3.1	9 103.9	5 566.9	1 150.9	2 385.4	0.7	1 425.4	244.0	554.5
Q2 (p)	3 642.9	2 641.0	842.4	153.3	6.2	9 148.7	5 590.0	1 171.8	2 385.9	1.0	1 437.2	242.9	569.4
2026 Feb.	3 557.7	2 610.2	790.3	152.5	4.6	9 087.2	5 553.7	1 147.8	2 384.9	0.9	1 376.6	244.2	566.6
Mar.	3 568.1	2 626.1	786.5	152.4	3.1	9 103.9	5 566.9	1 150.9	2 385.4	0.7	1 425.4	244.0	554.5
Apr.	3 572.1	2 612.7	800.6	153.6	5.3	9 138.5	5 587.2	1 159.6	2 390.9	0.8	1 400.8	237.1	553.3
May	3 606.9	2 623.7	823.4	153.8	6.0	9 145.2	5 589.4	1 164.9	2 389.9	0.9	1 387.4	245.0	572.3
June	3 642.9	2 641.0	842.4	153.3	6.2	9 148.7	5 590.0	1 171.8	2 385.9	1.0	1 437.2	242.9	569.4
July (p)	3 654.7	2 626.7	869.6	151.7	6.7	9 172.9	5 591.3	1 194.7	2 385.9	0.9	1 397.0	238.3	580.8
Transactions													
2023	-38.3	-313.8	271.4	-1.6	5.6	13.8	-459.5	571.7	-98.9	0.5	-47.7	-2.1	-29.6
2024	89.5	69.8	16.5	3.1	0.2	290.0	48.5	236.1	5.3	0.1	79.6	3.8	3.2
2025	115.8	111.9	-12.3	17.0	-0.8	262.1	294.7	-116.4	83.9	-0.1	86.1	-4.9	3.0
2025 Q3	35.2	32.6	0.2	2.0	0.4	63.4	71.4	-35.9	27.8	0.0	-25.3	-3.8	-7.2
Q4	39.6	38.7	-3.6	4.6	-0.2	81.2	66.4	-2.6	17.2	0.2	86.9	-5.0	14.6
2026 Q1	34.8	26.5	9.0	2.0	-2.8	57.0	52.8	-0.2	5.0	-0.6	-31.7	12.7	-1.0
Q2 (p)	74.3	14.8	55.6	0.9	3.1	33.6	12.0	20.8	0.4	0.4	18.3	-1.3	6.6
2026 Feb.	20.5	9.0	11.6	-0.2	0.1	23.4	17.4	2.7	3.3	-0.1	-18.4	4.5	-12.0
Mar.	5.0	11.9	-5.3	-0.1	-1.5	16.7	13.7	2.7	0.5	-0.2	42.6	-0.6	-12.1
Apr.	6.0	-12.1	14.8	1.2	2.2	25.4	10.7	9.1	5.4	0.2	-20.8	-6.6	-1.3
May	35.2	11.7	22.5	0.3	0.7	5.8	1.5	5.2	-0.9	0.1	-8.6	7.8	10.9
June	33.1	15.3	18.3	-0.6	0.2	2.4	-0.1	6.6	-4.1	0.1	47.7	-2.5	-3.0
July (p)	12.9	-13.7	27.7	-1.5	0.5	24.6	1.6	23.1	0.0	-0.1	-38.8	-4.5	11.4
Growth rates													
2023	-1.1	-11.5	54.2	-1.2	90.8	0.2	-8.3	129.4	-4.1	64.0	-3.5	-0.9	-5.2
2024	2.7	2.9	2.2	2.4	2.0	3.4	0.9	23.2	0.2	3.7	6.2	1.7	0.6
2025	3.4	4.5	-1.6	12.7	-8.4	3.0	5.7	-9.3	3.7	-4.3	6.1	-2.1	0.5
2025 Q3	3.1	5.5	-5.6	15.4	-9.2	3.2	6.1	-9.4	3.9	-0.5	2.7	0.0	-2.6
Q4	3.4	4.5	-1.6	12.7	-8.4	3.0	5.7	-9.3	3.7	-4.3	6.1	-2.1	0.5
2026 Q1	4.2	5.3	0.1	9.7	-50.6	2.9	5.2	-7.1	3.1	-37.9	3.6	4.6	2.1
Q2 (p)	5.3	4.5	7.8	6.6	6.7	2.7	3.8	-1.5	2.2	-6.6	3.4	1.2	2.4
2026 Feb.	3.9	5.2	-1.1	11.9	-37.1	3.0	5.5	-8.0	3.3	-19.1	1.5	4.0	3.3
Mar.	4.2	5.3	0.1	9.7	-50.6	2.9	5.2	-7.1	3.1	-37.9	3.6	4.6	2.1
Apr.	3.8	4.4	1.2	9.4	-24.6	3.0	4.9	-5.1	3.0	-8.4	0.4	-3.5	1.9
May	4.2	4.3	3.0	8.5	3.9	2.8	4.3	-3.6	2.6	-12.9	0.9	3.6	3.3
June	5.3	4.5	7.8	6.6	6.7	2.7	3.8	-1.5	2.2	-6.6	3.4	1.2	2.4
July (p)	5.3	3.6	10.8	5.1	11.1	2.6	3.4	0.6	1.8	-4.4	4.1	3.8	3.8

Sources: ECB.
1) Data refer to the changing composition of the euro area.
2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).
3) Including non-profit institutions serving households.
4) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Claims on euro area residents [1)]

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

	Claims on general government			Claims on other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans						Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares
					Total		To non-financial corporations [3)]	To households [4)]	To financial coprorations other than MFIs and ICPFs [3)]	To insurance corporations and pension funds		
					Total	Adjusted loans [2)]						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2023	6 297.5	988.8	5 283.4	15 501.0	13 045.4	13 251.0	5 130.8	6 649.1	1 127.6	137.8	1 559.1	896.5
2024	6 251.2	986.9	5 238.4	15 788.1	13 258.0	13 502.0	5 189.5	6 678.6	1 250.9	139.0	1 578.8	951.2
2025	6 294.6	1 020.5	5 247.9	16 247.8	13 630.3	13 903.7	5 294.8	6 853.2	1 334.8	147.4	1 572.2	1 045.3
2025 Q3	6 287.7	1 017.1	5 244.5	16 020.7	13 447.1	13 719.9	5 243.5	6 808.9	1 258.7	136.1	1 567.0	1 006.6
Q4	6 294.6	1 020.5	5 247.9	16 247.8	13 630.3	13 903.7	5 294.8	6 853.2	1 334.8	147.4	1 572.2	1 045.3
2026 Q1	6 307.8	1 047.9	5 233.6	16 420.8	13 798.8	14 069.7	5 357.1	6 932.2	1 357.1	152.4	1 571.8	1 050.2
Q2 (p)	6 309.0	1 055.4	5 227.3	16 551.7	13 946.8	14 220.0	5 430.9	6 971.6	1 393.4	150.9	1 524.1	1 080.8
2026 Feb.	6 327.9	1 045.0	5 256.7	16 393.4	13 744.2	14 007.8	5 335.7	6 918.8	1 337.1	152.5	1 585.6	1 063.6
Mar.	6 307.8	1 047.9	5 233.6	16 420.8	13 798.8	14 069.7	5 357.1	6 932.2	1 357.1	152.4	1 571.8	1 050.2
Apr.	6 271.1	1 049.0	5 195.8	16 404.2	13 820.5	14 092.4	5 380.5	6 938.0	1 353.8	148.1	1 529.2	1 054.5
May	6 306.2	1 049.2	5 230.7	16 478.4	13 886.0	14 159.6	5 405.0	6 956.2	1 375.3	149.4	1 530.7	1 061.7
June	6 309.0	1 055.4	5 227.3	16 551.7	13 946.8	14 220.0	5 430.9	6 971.6	1 393.4	150.9	1 524.1	1 080.8
July (p)	6 248.9	1 059.0	5 163.3	16 609.3	13 996.1	14 264.7	5 456.3	6 989.9	1 392.2	157.6	1 528.4	1 084.7
Transactions												
2023	-161.9	-17.3	-144.9	51.0	23.2	73.3	-6.5	8.5	29.5	-8.3	-17.1	44.9
2024	-63.7	-1.2	-62.9	286.9	228.9	274.3	76.6	45.2	106.2	0.9	10.9	47.1
2025	49.8	33.4	16.0	455.6	406.1	440.4	144.4	187.4	65.5	8.7	-4.5	54.0
2025 Q3	19.1	8.3	10.7	65.5	45.2	47.5	32.3	44.7	-23.4	-8.4	-6.6	26.9
Q4	10.2	4.7	5.3	182.1	167.1	176.9	57.6	48.4	49.8	11.2	5.9	9.1
2026 Q1	14.5	25.0	-10.5	141.1	136.1	131.4	46.6	56.1	33.0	0.5	0.4	4.6
Q2 (p)	-27.0	7.5	-34.5	117.8	161.0	163.4	75.9	54.2	32.3	-1.5	-50.5	7.3
2026 Feb.	-61.3	5.2	-66.5	29.0	36.5	25.8	27.5	20.7	-13.0	1.3	-5.2	-2.3
Mar.	26.4	2.5	24.0	40.7	53.8	61.8	19.8	17.9	16.4	-0.2	-9.7	-3.4
Apr.	-40.6	1.2	-41.8	-7.7	37.3	38.6	22.1	19.1	0.3	-4.2	-42.8	-2.2
May	18.8	-0.6	19.4	70.1	67.2	69.3	26.3	19.0	20.7	1.3	-0.5	3.3
June	-5.1	6.8	-12.0	55.5	56.5	55.5	27.5	16.2	11.3	1.4	-7.2	6.2
July (p)	-31.0	3.2	-34.3	67.3	54.4	49.9	24.5	19.6	3.5	6.8	7.1	5.9
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	5.6
2025 Q3	0.6	3.8	0.0	2.7	2.7	2.8	2.7	2.5	3.7	2.0	0.1	7.3
Q4	0.8	3.4	0.3	2.9	3.1	3.3	2.8	2.8	5.2	6.3	-0.3	5.6
2026 Q1	0.4	4.9	-0.4	3.1	3.3	3.4	3.1	2.9	5.8	8.1	0.6	4.1
Q2 (p)	0.3	4.5	-0.6	3.2	3.8	3.8	4.1	3.0	7.1	1.2	-3.2	4.9
2026 Feb.	0.1	4.4	-0.8	2.9	3.1	3.2	3.0	2.8	4.2	9.2	0.7	4.4
Mar.	0.4	4.9	-0.4	3.1	3.3	3.4	3.1	2.9	5.8	8.1	0.6	4.1
Apr.	-0.4	4.8	-1.4	2.9	3.3	3.4	3.3	2.9	4.9	5.2	-2.3	5.3
May	0.1	3.9	-0.7	3.2	3.7	3.8	3.8	3.0	6.7	5.0	-2.2	5.1
June	0.3	4.5	-0.6	3.2	3.8	3.8	4.1	3.0	7.1	1.2	-3.2	4.9
July (p)	-0.5	4.3	-1.4	3.5	4.1	4.1	4.4	3.1	7.7	11.1	-2.7	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	5 189.5	5 200.3	930.7	1 097.9	3 160.9	6 678.6	6 929.4	744.8	5 255.6	678.2
2025	5 294.8	5 324.3	949.8	1 122.1	3 222.9	6 853.2	7 111.6	777.2	5 403.4	672.7
2025 Q3	5 243.5	5 281.7	926.6	1 126.6	3 190.3	6 808.9	7 061.1	767.3	5 369.2	672.4
Q4	5 294.8	5 324.3	949.8	1 122.1	3 222.9	6 853.2	7 111.6	777.2	5 403.4	672.7
2026 Q1	5 357.1	5 383.6	966.3	1 142.1	3 248.6	6 932.2	7 188.0	796.4	5 465.3	670.4
Q2 (p)	5 430.9	5 466.1	983.5	1 160.1	3 287.2	6 971.6	7 224.5	803.9	5 507.7	660.0
2026 Feb.	5 335.7	5 356.7	952.9	1 129.9	3 253.0	6 918.8	7 175.0	791.7	5 453.9	673.3
Mar.	5 357.1	5 383.6	966.3	1 142.1	3 248.6	6 932.2	7 188.0	796.4	5 465.3	670.4
Apr.	5 380.5	5 409.1	969.6	1 148.5	3 262.5	6 938.0	7 191.2	798.5	5 480.7	658.8
May	5 405.0	5 442.4	980.5	1 157.6	3 266.9	6 956.2	7 207.4	802.0	5 496.9	657.3
June	5 430.9	5 466.1	983.5	1 160.1	3 287.2	6 971.6	7 224.5	803.9	5 507.7	660.0
July (p)	5 456.3	5 489.7	993.6	1 170.2	3 292.5	6 989.9	7 240.8	807.9	5 521.8	660.2
Transactions										
2023	-6.5	23.7	-44.8	10.5	27.8	8.5	26.8	19.1	10.3	-20.9
2024	76.6	88.0	21.8	14.7	40.1	45.2	77.6	26.6	28.3	-9.7
2025	144.4	156.7	31.5	35.6	77.4	187.4	205.0	38.8	148.3	0.3
2025 Q3	32.3	33.6	-1.5	11.6	22.2	44.7	46.8	11.2	36.3	-2.8
Q4	57.6	49.4	26.0	-4.0	35.6	48.4	61.7	12.0	34.5	2.0
2026 Q1	46.6	43.7	10.8	19.8	16.0	56.1	52.5	9.4	45.8	0.9
Q2 (p)	75.9	84.4	18.3	19.7	38.0	54.2	51.2	9.5	43.0	1.8
2026 Feb.	27.5	17.1	3.7	7.0	16.9	20.7	18.9	2.6	17.8	0.3
Mar.	19.8	27.0	13.1	12.4	-5.7	17.9	17.2	5.4	12.0	0.5
Apr.	22.1	23.1	4.3	7.3	10.5	19.1	17.1	3.3	15.7	0.1
May	26.3	34.5	11.7	8.7	5.9	19.0	17.2	4.0	16.4	-1.4
June	27.5	26.8	2.3	3.6	21.6	16.2	16.9	2.2	10.9	3.1
July (p)	24.5	22.4	9.0	10.2	5.3	19.6	17.0	4.5	14.4	0.7
Growth rates										
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.7	0.2	-2.9
2024	1.5	1.7	2.4	1.4	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.4
2025	2.8	3.0	3.4	3.3	2.5	2.8	3.0	5.2	2.8	0.0
2025 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	3.3	2.5	2.8	3.0	5.2	2.8	0.0
2026 Q1	3.1	3.2	4.8	3.2	2.6	2.9	3.0	5.3	2.9	0.2
Q2 (p)	4.1	4.0	5.8	4.2	3.5	3.0	3.0	5.5	3.0	0.3
2026 Feb.	3.0	3.0	3.5	3.1	2.8	2.8	3.0	5.1	2.8	0.1
Mar.	3.1	3.2	4.8	3.2	2.6	2.9	3.0	5.3	2.9	0.2
Apr.	3.3	3.4	4.7	4.0	2.7	2.9	3.0	5.3	2.9	0.2
May	3.8	4.0	6.2	4.7	2.8	3.0	3.0	5.6	3.0	0.0
June	4.1	4.0	5.8	4.2	3.5	3.0	3.0	5.5	3.0	0.3
July (p)	4.4	4.4	7.3	4.8	3.5	3.1	3.1	5.7	3.0	0.7

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
		Longer-term liabilities to other euro area residents						Other		
	Liabilities to central government [2)]	Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves	Net external assets	Total	Repos with central counter-parties [3)]	Reverse repos to central counter-parties [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	477.8	7 338.3	1 827.0	90.5	2 415.1	3 005.6	1 853.9	263.3	152.1	152.6
2024	396.8	7 851.0	1 842.3	117.2	2 590.7	3 300.8	2 664.0	308.8	140.4	136.0
2025	399.1	8 372.4	1 872.6	131.7	2 621.6	3 746.5	3 240.9	188.4	324.1	235.1
2025 Q3	430.8	8 092.8	1 842.7	132.5	2 589.9	3 527.6	3 052.7	151.5	168.3	168.2
Q4	399.1	8 372.4	1 872.6	131.7	2 621.6	3 746.5	3 240.9	188.4	324.1	235.1
2026 Q1	427.7	8 549.2	1 890.8	133.2	2 652.3	3 873.0	3 529.8	157.8	396.2	257.3
Q2 (p)	402.1	8 501.2	1 858.2	136.2	2 733.5	3 773.2	3 508.4	149.2	460.8	289.0
2026 Feb.	426.9	8 697.6	1 884.9	132.1	2 626.2	4 054.4	3 616.7	119.9	405.2	255.9
Mar.	427.7	8 549.2	1 890.8	133.2	2 652.3	3 873.0	3 529.8	157.8	396.2	257.3
Apr.	426.1	8 517.0	1 849.9	132.9	2 669.3	3 864.9	3 519.0	198.3	386.7	277.0
May	430.8	8 559.9	1 853.4	134.9	2 702.4	3 869.3	3 556.8	172.7	417.1	272.8
June	402.1	8 501.2	1 858.2	136.2	2 733.5	3 773.2	3 508.4	149.2	460.8	289.0
July (p)	400.2	8 500.5	1 863.1	137.2	2 750.6	3 749.7	3 497.8	158.7	457.4	270.0
Transactions										
2023	-199.0	325.0	24.9	40.2	227.5	32.5	436.9	-192.4	17.1	9.0
2024	-80.6	279.4	15.2	26.7	164.7	72.8	530.5	27.5	-11.7	-16.7
2025	2.3	193.3	33.2	16.3	104.9	38.8	297.5	-130.7	8.6	29.2
2025 Q3	19.2	38.1	9.2	3.6	29.1	-3.8	63.6	-29.6	-9.6	2.3
Q4	-32.2	108.8	24.0	-0.8	32.9	52.7	83.7	-1.4	-19.3	-3.0
2026 Q1	19.0	45.6	14.3	1.3	21.9	8.1	141.6	-81.2	70.8	21.0
Q2 (p)	-25.6	73.9	-33.0	3.0	74.8	29.1	96.4	14.1	64.5	34.6
2026 Feb.	-55.2	31.9	0.9	0.6	8.4	22.1	24.3	9.5	3.9	6.1
Mar.	0.8	28.8	4.0	1.0	10.5	13.2	57.5	-1.0	-9.0	1.4
Apr.	-1.7	-14.2	-39.2	-0.3	25.2	0.1	-13.1	48.6	-9.5	22.5
May	4.8	51.3	3.2	2.0	31.9	14.3	46.5	-12.7	30.4	-4.2
June	-28.7	36.8	3.1	1.3	17.7	14.7	63.0	-21.7	43.6	16.2
July (p)	-2.0	35.1	5.5	1.0	22.7	5.8	-7.8	5.5	-3.3	-19.0
Growth rates										
2023	-29.5	4.7	1.4	80.3	10.7	1.1	-	-	12.4	6.0
2024	-16.9	3.8	0.8	29.5	6.9	2.2	-	-	-7.7	-10.9
2025	0.6	2.4	1.8	14.0	4.1	1.0	-	-	31.4	26.4
2025 Q3	6.1	2.1	0.8	17.9	3.3	1.5	-	-	-9.0	-10.7
Q4	0.6	2.4	1.8	14.0	4.1	1.0	-	-	31.4	26.4
2026 Q1	7.7	2.9	2.8	9.9	4.6	1.3	-	-	23.0	16.1
Q2 (p)	-4.4	3.2	0.8	5.5	6.2	2.2	-	-	47.0	28.1
2026 Feb.	0.2	2.5	2.4	11.3	4.2	1.0	-	-	17.3	16.6
Mar.	7.7	2.9	2.8	9.9	4.6	1.3	-	-	23.0	16.1
Apr.	-3.6	2.8	0.7	7.7	5.8	1.5	-	-	12.8	17.4
May	-6.7	3.0	0.9	7.2	5.9	1.8	-	-	30.5	12.9
June	-4.4	3.2	0.8	5.5	6.2	2.2	-	-	47.0	28.1
July (p)	-1.5	3.5	1.0	3.9	6.7	2.5	-	-	49.6	20.4

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

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus
(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/ surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2022	-3.4	-3.7	0.0	0.0	0.3	-1.7
2023	-3.5	-3.5	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2024	-3.0	-2.6	-0.2	-0.3	0.1	-1.2
2025	-2.9	-2.6	-0.2	-0.3	0.2	-1.0
2025 Q2	-2.9	.	.	.	.	-1.0
Q3	-3.0	.	.	.	.	-1.1
Q4	-3.0	.	.	.	.	-1.1
2026 Q1	-3.1	.	.	.	.	-1.2

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

6.2 Revenue and expenditure
(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	46.4	45.7	13.2	12.9	14.5	0.8	49.8	44.6	9.8	5.9	1.7	22.3	5.2
2023	45.8	44.9	13.1	12.4	14.4	0.9	49.3	43.9	9.8	5.9	1.7	22.2	5.3
2024	46.3	45.5	13.3	12.4	14.7	0.8	49.4	44.4	10.0	6.0	1.9	22.7	5.0
2025	46.8	46.0	13.3	12.4	15.1	0.8	49.7	44.6	10.1	5.9	1.9	22.9	5.1
2025 Q2	46.7	45.8	13.3	12.4	14.9	0.8	49.6	44.6	10.0	5.9	1.9	22.9	5.0
Q3	46.7	46.0	13.3	12.5	15.0	0.8	49.7	44.7	10.0	6.0	1.9	22.9	5.1
Q4	47.0	46.1	13.4	12.5	15.1	0.8	49.9	44.8	10.1	6.0	1.9	23.0	5.1
2026 Q1	47.0	46.2	13.4	12.5	15.2	0.8	50.1	44.9	10.1	6.0	1.9	23.1	5.2

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio
(as a percentage of GDP; outstanding amounts at end of period)

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	88.9	2.6	13.1	4.8	52.1	39.2	36.8	8.6	80.3	15.9	28.1	44.9	88.0	0.9
2023	86.5	2.4	12.1	4.6	48.9	35.5	37.6	7.7	78.8	14.8	27.8	43.9	85.7	0.8
2024	86.6	2.1	11.7	4.8	46.5	33.5	40.1	7.7	78.9	14.3	28.0	44.2	85.8	0.8
2025	87.4	2.1	11.8	4.6	44.4	31.3	43.0	7.6	79.8	14.6	28.2	44.6	86.7	0.7
2025 Q2	87.8	2.2	11.6	73.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88.2	2.2	11.7	74.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87.7	2.1	11.8	73.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2026 Q1	88.9	2.3	11.7	74.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio [2)]	Primary deficit (+)/ surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-4.5	1.7	-0.1	-0.2	-0.6	0.3	0.1	0.1	0.6	-0.5	-6.1	2.7
2023	-2.4	1.8	-0.3	-0.4	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.8	2.6
2024	0.0	1.2	0.3	0.0	-0.4	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	-1.4	3.1
2025	0.9	1.0	1.2	0.7	0.4	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-1.4	3.8
2025 Q2	0.5	1.0	0.8	0.6	0.3	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.1	-1.3	3.5
Q3	1.0	1.1	1.0	0.6	0.4	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	-1.2	3.8
Q4	1.1	1.1	1.2	0.7	0.4	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-1.2	3.9
2026 Q1	1.7	1.2	1.5	0.9	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	-1.1	4.3

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

6.5 Government debt securities [1)]

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

	Debt service due within 1 year [2)]					Average residual maturity in years [3)]	Average nominal yields [4)]						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
										Fixed rate			
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Total	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	12.7	11.4	4.1	1.3	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	2.0
2024	12.3	10.9	4.0	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2025	12.5	11.1	3.9	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.5	2.3	1.7	2.8	2.5
2025 Q3	12.7	11.2	3.5	1.4	0.4	8.2	2.2	1.3	1.5	2.2	1.9	2.9	2.6
Q4	12.5	11.1	3.9	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.5	2.3	1.7	2.8	2.5
2026 Q1	12.6	11.1	4.1	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.6	2.3	1.6	2.8	2.4
Q2	12.7	11.1	3.8	1.6	0.4	8.2	2.2	1.3	1.6	2.3	1.6	2.8	2.2
2026 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.	12.6	11.1	4.1	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.6	2.3	1.6	2.8	2.4
Apr.	12.4	10.8	3.7	1.5	0.4	8.3	2.2	1.2	1.5	2.3	1.6	2.8	2.3
May	12.4	10.8	3.5	1.6	0.4	8.3	2.2	1.3	1.7	2.3	1.6	2.8	2.3
June	12.7	11.1	3.8	1.6	0.4	8.2	2.2	1.3	1.6	2.3	1.6	2.8	2.2
July	12.7	11.1	3.7	1.6	0.4	8.2	2.3	1.3	1.7	2.4	1.6	2.9	2.3

Source: ECB.
1) At face value and not consolidated within the general government sector.
2) Excludes future payments on debt securities not yet outstanding and early redemptions.
3) Residual maturity at the end of the period.
4) Outstanding amounts at the end of the period; transactions as 12-month average.

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Bulgaria	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
						Government deficit (-)/surplus (+)					
2022	-3.5	-2.9	-1.9	-0.9	1.6	-2.6	-4.6	-4.7	0.0	-8.1	2.7
2023	-4.1	-2.0	-2.5	-2.7	1.4	-1.4	-3.3	-5.4	-1.1	-7.1	1.7
2024	-4.4	-3.0	-2.7	-1.1	4.1	1.3	-3.2	-5.8	-2.3	-3.4	4.1
2025	-5.2	-3.5	-2.7	-2.0	1.8	1.7	-2.4	-5.1	-3.0	-3.1	3.4
2025 Q2	-4.7	-3.4	-2.2	-1.5	3.9	2.1	-3.3	-5.6	-2.9	-3.2	3.9
Q3	-5.0	-2.7	-2.2	-1.5	1.2	2.5	-3.0	-5.5	-2.8	-3.3	3.4
Q4	-5.2	-3.5	-2.8	-2.0	1.9	1.7	-2.4	-5.1	-3.1	-3.1	3.4
2026 Q1	-5.2	-4.6	-3.1	-1.8	2.0	1.5	-2.4	-5.1	-3.2	-3.0	3.3
						Government debt					
2022	103.3	22.5	64.4	19.2	43.0	177.8	109.3	111.4	68.5	138.4	80.1
2023	102.5	22.9	62.3	20.2	41.8	164.3	105.2	109.5	60.9	133.9	71.1
2024	103.9	23.8	62.2	23.5	38.3	154.2	101.6	112.6	57.4	134.7	62.7
2025	107.9	29.9	63.5	24.1	32.9	146.1	100.7	115.6	56.3	137.1	55.0
2025 Q2	106.2	26.3	62.3	23.2	34.4	152.0	103.4	115.4	57.4	138.1	61.1
Q3	107.1	28.4	63.0	22.8	34.5	149.8	103.1	117.3	57.1	137.5	60.3
Q4	107.9	29.9	63.5	24.1	34.8	146.1	100.7	115.7	56.3	137.1	55.0
2026 Q1	109.1	28.5	64.4	25.2	37.0	143.5	101.6	117.6	58.4	138.9	54.6

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
					Government deficit (-)/surplus (+)					
2022	-4.9	-0.7	0.2	-5.3	0.0	-3.4	-0.3	-3.0	-1.6	-0.2
2023	-2.3	-0.7	-0.7	-4.4	-0.4	-2.6	1.1	-2.6	-5.3	-2.9
2024	-1.8	-1.3	0.9	-3.4	-0.7	-4.6	0.6	-0.9	-5.3	-4.4
2025	-2.5	-1.8	-2.0	-2.2	-1.6	-4.2	0.7	-2.5	-4.5	-3.4
2025 Q2	-2.0	-1.8	-0.2	-4.3	-1.4	-5.0	0.7	-1.7	-4.8	-4.0
Q3	-2.6	-1.8	-0.8	-4.2	-1.5	-4.7	0.2	-1.5	-4.6	-3.8
Q4	-2.5	-1.8	-1.8	-2.2	-1.6	-4.2	0.7	-2.5	-4.5	-3.8
2026 Q1	-2.3	-1.7	-2.4	-3.2	-1.7	-3.9	0.5	-2.7	-4.4	-4.1
					Government debt					
2022	44.4	38.3	24.9	50.3	48.4	78.1	111.2	72.8	57.8	74.0
2023	44.4	37.1	24.7	46.9	45.8	77.8	96.9	68.3	55.8	77.0
2024	46.2	38.0	26.3	45.9	43.8	80.0	93.5	66.4	59.7	82.4
2025	46.9	39.5	26.5	46.4	44.4	81.5	89.7	65.7	61.4	88.5
2025 Q2	47.6	39.0	25.0	46.6	43.0	82.0	96.5	69.5	62.9	88.4
Q3	44.8	40.6	27.5	46.4	42.7	83.4	97.4	67.7	62.3	86.7
Q4	46.9	39.5	26.5	46.4	44.7	81.3	89.7	65.7	61.4	88.5
2026 Q1	46.9	42.3	29.2	45.9	43.8	83.3	91.0	64.8	62.5	89.7

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2026

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

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

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 et la Banque nationale de Belgique).

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 9 septembre 2026.

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-01-26-052-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général