

## Bulletin économique

Numéro 8 / 2025

# Sommaire

<b>Évolutions économiques, financières et monétaires</b>	<b>3</b>
Vue d'ensemble	3
1    Environnement extérieur	9
2    Activité économique	16
3    Prix et coûts	26
4    Évolutions sur les marchés financiers	33
5    Conditions de financement et évolutions du crédit	38
6    Évolutions budgétaires	46
<b>Encadrés</b>	<b>50</b>
1    La Bulgarie adopte l'euro	50
2    Du texte aux turbulences : comprendre les limites des mesures textuelles de l'incertitude relative à la politique commerciale	58
3    Suivre le commerce en temps réel : augmenter de données satellite la boîte à outils de prévision en temps réel	64
4    Le taux d'épargne des ménages revisité : dynamique récente et facteurs sous-jacents	72
5    L'immobilier résidentiel a-t-il retrouvé son attrait ? Indications tirées d'un nouveau ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel fondé sur une enquête	78
6    Maintien des sureffectifs et anticipations des entreprises	84
7    Dans le panier de consommation alimentaire : comprendre la récente hausse des prix	91
8    Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 30 juillet au 4 novembre 2025	99
<b>Articles</b>	<b>105</b>
1    Quel est le potentiel inexploité du marché unique de l'UE ?	105
2    Les prévisions à court terme de l'activité économique de la zone euro dans un monde incertain	128
<b>Encadré 1</b> Le système révisé d'équations <i>bridge</i> : résumé technique	<b>133</b>

**Encadré 2** Étude de cas : les prévisions en temps réel du PIB à court terme pour le troisième trimestre 2025 140

**Statistiques** 145

# Évolutions économiques, financières et monétaires

## Vue d'ensemble

Lors de sa réunion du 18 décembre 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Son évaluation actualisée a une nouvelle fois confirmé que l'inflation devrait se stabiliser au niveau de la cible de 2 % à moyen terme.

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation totale devrait s'élever, en moyenne, à 2,1 % en 2025, 1,9 % en 2026, 1,8 % en 2027 et 2,0 % en 2028. S'agissant de l'évolution des prix hors énergie et produits alimentaires, les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse moyenne de 2,4 % en 2025, 2,2 % en 2026, 1,9 % en 2027 et 2,0 % en 2028. L'inflation a été revue à la hausse pour 2026, principalement car l'inflation dans le secteur des services devrait baisser plus lentement. La croissance économique devrait être plus forte que dans les projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro, tirée en particulier par la demande intérieure. La croissance a été révisée à la hausse, à 1,4 % en 2025, 1,2 % en 2026 et 1,4 % en 2027 et devrait se maintenir à 1,4 % en 2028.

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

## Activité économique

L'économie a bien résisté. Elle a crû de 0,3 % au troisième trimestre 2025, principalement du fait d'un renforcement de la consommation et de l'investissement. Les exportations ont également augmenté, avec une contribution importante de l'industrie chimique. La composition sectorielle de la croissance a été dominée par les services, en particulier dans le secteur de l'information et de la communication, tandis que l'activité dans l'industrie et la construction est restée stable. Ce schéma de croissance tirée par les services devrait se poursuivre à court terme.

L'économie bénéficie d'un marché du travail robuste. Le chômage, à 6,4 % en octobre 2025, est proche de son point bas historique, et l'emploi a crû de 0,2 % au troisième trimestre. En parallèle, la demande de main-d'œuvre s'est encore atténuée, et le taux de vacance d'emploi a atteint son plus bas niveau depuis la pandémie de COVID-19.

La demande intérieure devrait rester le principal moteur de la croissance dans la zone euro, soutenue par la hausse des salaires réels et de l'emploi, sur fond de bonne résistance des marchés du travail, les taux de chômage étant historiquement bas. Les dépenses publiques supplémentaires dans les infrastructures et la défense annoncées en 2025, en particulier en Allemagne, conjuguées à des conditions de financement plus favorables du fait des baisses des taux directeurs depuis juin 2024, devraient également stimuler l'économie domestique. Sur le plan extérieur, malgré la persistance de problèmes de compétitivité, notamment de nature structurelle, les exportations devraient se redresser en 2026. Cette amélioration est attribuée à un rebond de la demande extérieure dans un contexte d'atténuation de l'incertitude relative aux politiques commerciales, en dépit de la matérialisation progressive des effets du relèvement des droits de douane. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir à 1,4 % en 2025, 1,2 % en 2026, 1,4 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Par rapport aux projections de septembre 2025, la croissance du PIB a fait l'objet d'une révision à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant des données meilleures que prévu, un recul de l'incertitude relative aux politiques commerciales, un renforcement de la demande extérieure et une baisse des prix des matières premières énergétiques.

Le Conseil des gouverneurs souligne le besoin urgent de renforcer la zone euro et son économie dans le contexte géopolitique actuel. Il se félicite de l'appel lancé par la Commission européenne pour que les gouvernements privilégient la soutenabilité des finances publiques, les investissements stratégiques et les réformes structurelles favorables à la croissance. Libérer le plein potentiel du marché unique est crucial. Il est également vital de favoriser la poursuite de l'intégration des marchés de capitaux en achevant l'union pour l'épargne et l'investissement et l'union bancaire selon un calendrier ambitieux, et de rapidement adopter le règlement établissant l'euro numérique.

## Inflation

L'inflation annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) évolue dans une fourchette étroite depuis le printemps 2025 et s'est maintenue à 2,1 % en novembre. Les prix de l'énergie ont été inférieurs de 0,5 % à leur niveau de novembre dernier, après une baisse plus forte en octobre 2025. La hausse des prix des produits alimentaires est ressortie à 2,4 %, après 2,5 % en octobre et 3,0 % en septembre. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est restée stable à 2,4 %, l'inflation dans le secteur des biens et celle dans les services ayant évolué en sens opposé. L'inflation dans le secteur des biens s'est ralentie à 0,5 % en novembre, après 0,6 % en octobre et 0,8 % en

septembre. L'augmentation des prix des services s'est établie à 3,4 % en octobre et 3,5 % en novembre, après 3,2 % en septembre.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué ces derniers mois et restent conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Tandis que la croissance des bénéfices unitaires est restée inchangée au troisième trimestre 2025, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont progressé à un rythme légèrement plus soutenu qu'au deuxième trimestre. La rémunération par tête a crû à un rythme annuel de 4,0 %. Ce taux plus élevé que prévu dans les projections de septembre 2025 établies par les services de la BCE résulte de versements intervenus en sus des salaires négociés. Les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les résultats des enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, signalent un ralentissement de la croissance des salaires au cours des prochains trimestres, puis une stabilisation légèrement au-dessous de 3 % vers la fin de 2026.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, favorisant la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs. L'inflation devrait décélérer, revenant de 2,1 % en 2025 à 1,9 % en 2026, puis à 1,8 % en 2027, avant de remonter en 2028 au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Le ralentissement attendu de l'inflation totale début 2026 traduit un effet de base baissier lié aux prix de l'énergie, tandis que l'inflation des composantes hors énergie devrait continuer de s'atténuer tout au long de 2026. La contribution de l'inflation dans le secteur de l'énergie à l'inflation totale devrait rester modérée jusqu'à fin 2027, avant d'augmenter sensiblement en 2028 en raison de la mise en œuvre attendue du système d'échange de quotas d'émission de l'UE 2 (SEQE-2), qui aurait un effet haussier de 0,2 point de pourcentage sur l'inflation totale. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie devrait revenir de 2,5 % en 2025 à 2,2 % en 2026 et à 2,0 % en 2027 et 2028. L'inflation dans le secteur des produits alimentaires devrait nettement fléchir à mesure que se dissipent les effets des hausses passées des prix mondiaux des matières premières alimentaires et des conditions météorologiques défavorables observées durant l'été. Elle devrait se stabiliser à des taux légèrement supérieurs à 2 % à partir de fin 2026. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se ralentir, de 2,4 % en 2025 à 2,0 % en 2028, sous l'effet d'un tassement de l'inflation dans les services, dans un contexte d'atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre, et à mesure que l'appréciation passée de l'euro se transmet le long de la chaîne des prix, freinant ainsi l'inflation dans le secteur des biens. La progression des salaires devrait continuer de se modérer en 2026, avant de se stabiliser autour de 3 %, soutenue par la bonne résistance du marché du travail et une croissance de la productivité légèrement inférieure à 1 %. La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait s'atténuer, même si l'incidence de cette évolution sur l'inflation devrait être partiellement compensée par un redressement progressif des marges bénéficiaires sur l'horizon de projection.

Par rapport aux projections de septembre 2025, les perspectives d'inflation totale (IPCH) ont été revues à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2026, du fait des données récentes inattendues concernant la hausse de l'IPCH et la croissance

des salaires, qui, dans le cas de cette dernière, ont entraîné une révision à la hausse notable des perspectives en matière de salaires. La projection relative à l'inflation mesurée par l'IPCH a été légèrement révisée à la baisse pour 2027, en raison de l'hypothèse d'une contribution plus faible de l'inflation dans le secteur de l'énergie, étant donné que la mise en œuvre prévue du SEQE-2 devrait être reportée de 2027 à 2028. Cette contribution devrait toutefois être en partie compensée par une plus forte hausse des prix des services.

## Évaluation des risques

Si les tensions commerciales se sont atténuées, l'environnement international toujours volatil pourrait perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et peser sur la consommation et l'investissement. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement, une plus grande aversion au risque et un affaiblissement de la croissance. Les tensions géopolitiques, en particulier la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. En revanche, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, associées à des réformes visant à accroître la productivité, pourraient se traduire par une hausse de la croissance plus importante qu'anticipé. Une amélioration de la confiance pourrait stimuler les dépenses privées.

Les perspectives d'inflation restent plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité persistante de l'environnement international. L'inflation pourrait être plus faible si l'augmentation des droits de douane américains réduisait la demande d'exportations adressée à la zone euro et si les pays en surcapacité augmentaient leurs exportations vers la zone euro. En outre, une appréciation de l'euro pourrait impliquer un ralentissement de l'inflation plus marqué qu'attendu. Une hausse de la volatilité et de l'aversion au risque sur les marchés financiers pourrait peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus forte si une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse, réduisait l'offre de matières premières critiques et accentuait les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. Une atténuation plus lente des tensions sur les salaires pourrait retarder la baisse de l'inflation dans les services. Un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également attiser l'inflation à moyen terme. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution des crises liées au climat et à la nature pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé.

## Conditions financières et monétaires

Les taux de marché ont augmenté depuis la dernière réunion de politique monétaire du conseil des Gouverneurs le 30 octobre 2025. Les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises ont été globalement stables depuis l'été, après avoir diminué à la suite des baisses des taux directeurs au cours de l'année précédente.

Ils sont ressortis à 3,5 % en octobre, inchangés par rapport à septembre. Le coût du financement par endettement de marché s'est établi à 3,4 %, soit un niveau également proche de celui de septembre. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires est encore resté stable, à 3,3 % en octobre.

Les prêts bancaires aux entreprises ont progressé à un rythme annuel de 2,9 % en octobre, sans changement par rapport à septembre. La croissance des émissions d'obligations d'entreprises est ressortie à 3,2 %, globalement inchangée également. La croissance des prêts hypothécaires s'est renforcée, à 2,8 %, contre 2,6 % en septembre.

Conformément à la stratégie de politique monétaire de la BCE, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie des liens entre politique monétaire et stabilité financière. Les banques de la zone euro sont résilientes, soutenues par des ratios de fonds propres et de liquidité solides, ainsi que par une qualité des actifs et une rentabilité robustes. Toutefois, l'incertitude géopolitique et la possibilité d'une réévaluation soudaine des prix sur les marchés financiers mondiaux font peser des risques sur la stabilité financière de la zone euro. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle.

## Décisions de politique monétaire

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

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

## Conclusion

Lors de sa réunion du 18 décembre 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Il est déterminé à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

# 1

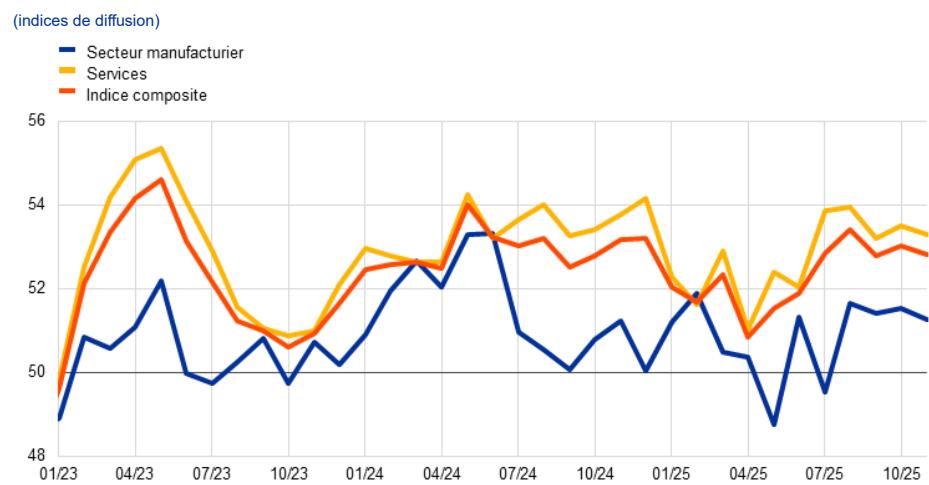
## Environnement extérieur

*L'économie mondiale a fait preuve de résilience jusqu'à présent, en dépit des difficultés liées aux droits de douane et de l'incertitude accrue. Cette résilience est notamment soutenue par les investissements liés à l'intelligence artificielle, en particulier aux États-Unis. Ces investissements renforcent le commerce mondial des produits technologiques et alimentent les plus-values sur les marchés boursiers, mais soulèvent également des inquiétudes en matière de valorisations. Un dosage des politiques (policy mix) favorable dans les principales économies a également atténué en partie l'impact négatif des tensions commerciales et de l'incertitude. D'autres évolutions positives viennent soutenir l'économie mondiale. Celles-ci incluent notamment la baisse des prix du pétrole, l'assouplissement des conditions financières, la baisse des droits de douane et une légère diminution de l'incertitude en matière de politique économique. De ce fait, les perspectives de croissance mondiale ressortant des projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème ont été légèrement révisées à la hausse par rapport aux projections précédentes, bien que la croissance reste modérée en comparaison avec sa moyenne d'avant la pandémie. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les principales économies avancées et les économies de marché émergentes devrait diminuer progressivement, et à un rythme légèrement plus rapide que prévu dans l'exercice de projection précédent.*

**L'économie mondiale a fait preuve de résilience jusqu'à présent, en dépit des difficultés liées aux droits de douane et de l'incertitude accrue.** Les données disponibles pour le troisième trimestre suggèrent un léger ralentissement de l'activité économique mondiale par rapport au deuxième trimestre 2025. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) a légèrement diminué depuis les mois d'été pour ressortir à 52,8 en novembre (graphique 1). Selon cet indicateur tiré d'enquêtes, en novembre, l'activité économique s'est ralentie dans la plupart des grandes économies. Aux États-Unis, la baisse de l'activité dans le secteur des services a été en partie compensée par une amélioration dans le secteur manufacturier, tandis que la Chine a enregistré une baisse dans ces deux secteurs. Les données nationales publiées pour le troisième trimestre confirment globalement la modération attendue en matière de croissance, comme intégré dans les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème.

## Graphique 1

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



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

Note : La ligne des 50 points d'indice correspond au seuil neutre. Les dernières observations se rapportent à novembre 2025.

**Pour l'avenir, plusieurs évolutions favorables devraient soutenir l'économie mondiale.** Celles-ci incluent notamment la baisse des prix du pétrole, l'assouplissement des conditions financières, la baisse des droits de douane, en particulier entre les États-Unis et la Chine, ainsi qu'une légère diminution de l'incertitude politique. Les surprises positives en matière de données économiques relatives aux principales économies ont également contribué à une légère amélioration des perspectives de croissance mondiales, bien que la croissance reste modérée en comparaison avec sa moyenne d'avant la pandémie. Elle devrait s'établir à 3,5 % en 2025, avant de s'orienter à la baisse pour revenir à 3,3 % en 2026<sup>1</sup>. Selon les projections, la dynamique de la croissance mondiale restera modérée tant en 2027 qu'en 2028.

La croissance mondiale légèrement plus vigoureuse par rapport aux projections précédentes reflète dans une large mesure l'amélioration des perspectives de croissance pour les États-Unis comme pour la Chine. La légère révision à la hausse des perspectives de croissance aux États-Unis est due non seulement à la réduction des droits de douane mais également à une demande intérieure plus résistante que prévu, qui devrait être soutenue à court terme par des effets de richesse positifs résultant des évolutions récentes des prix des actions et par des hypothèses de dépenses budgétaires globalement plus élevées. S'agissant de la Chine, les projections relatives à la croissance du PIB en volume pour cette année et l'année prochaine ont également été révisées légèrement à la hausse pour traduire une dynamique des exportations plus forte qu'estimé précédemment et des mesures de relance budgétaire plus importantes qu'attendu. Les perspectives de croissance du Royaume-Uni ont été révisées légèrement à la baisse compte tenu des mesures de consolidation budgétaire prévues.

<sup>1</sup> Pour plus de détails, cf. les « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2025 », publiées sur le site internet de la BCE le 18 décembre 2025.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation mondiales s'équilibreront à mesure que les principaux facteurs de risque macroéconomique et financier s'orientent davantage dans les deux sens. Il s'agit notamment des risques liés aux politiques commerciales et budgétaires, ainsi que des risques liés à l'intelligence artificielle (IA) et aux évolutions géopolitiques. Par exemple, bien que les tensions commerciales pourraient encore s'aggraver, en particulier entre les États-Unis et la Chine, ce qui pourrait avoir des effets négatifs sur l'économie mondiale, l'administration Trump pourrait également réaliser des avancées en matière de négociations commerciales, ce qui pourrait avoir des effets bénéfiques.

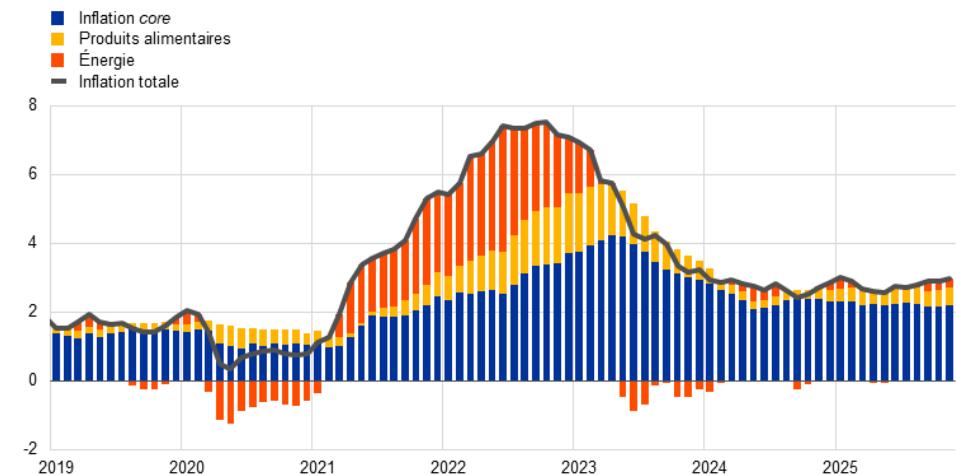
**La croissance des importations mondiales devrait, selon les estimations, rester stable en 2025, mais ralentir l'année prochaine.** Les données disponibles confirment que les exportations de semi-conducteurs liées à d'importants investissements dans le domaine de l'IA sont restées robustes au troisième trimestre, notamment au regard des évolutions observées aux États-Unis. Dans le même temps, les échanges d'autres biens se sont révélés relativement faibles. Les données disponibles confirment également que la croissance des exportations chinoises reste soutenue. La croissance des importations mondiales devrait s'établir à 4,4 % en 2025, reflétant largement le fort accroissement au premier semestre de l'année lié à l'anticipation de la demande en prévision des droits de douane, avant de revenir à 2,0 % en 2026 en raison des effets négatifs des droits de douane. La croissance des importations mondiales se redresserait ensuite pour s'établir à 3,1 % en 2027 et 2028. Les perspectives relatives aux importations mondiales ont été sensiblement révisées à la hausse pour cette année et l'année prochaine par rapport aux projections précédentes, tandis que la projection correspondante pour 2027 reste inchangée. La plus forte croissance des importations attendue est soutenue par la baisse des droits de douane convenue entre les États-Unis et la Chine, ainsi que par une dynamique de croissance relativement forte dans les économies de marché émergentes. Au sein de ce dernier groupe, l'Inde se distingue par la robustesse de son activité économique et de la croissance de ses importations.

**L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a légèrement augmenté en novembre.** Le taux annuel de la hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays membres de l'OCDE, à l'exception de la Turquie, a légèrement augmenté pour s'inscrire à 3,0 % en novembre après 2,9 % en octobre. Cette hausse s'explique par une contribution légèrement plus élevée des composantes produits alimentaires et inflation core (graphique 2).

## Graphique 2

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

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

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

**L'inflation mondiale totale mesurée par l'IPC devrait diminuer progressivement et un peu plus rapidement que prévu dans les projections de septembre<sup>2</sup>.** Elle devrait s'établir à 3,1 % en 2025, 2,8 % en 2026, 2,5 % en 2027 et 2,6 % en 2028.

La baisse de l'IPC un peu plus rapide que précédemment prévu sur la période 2025-2026 reflète des chiffres d'inflation plus faibles que prévu dans la plupart des économies avancées, une baisse des droits de douane entre les États-Unis et la Chine et la réévaluation de l'impact des droits de douane sur l'inflation aux États-Unis, qui devrait se révéler légèrement moins prononcé que prévu dans les projections précédentes. Par ailleurs, l'affaiblissement de la demande intérieure en Chine explique une accélération plus graduelle qu'anticipé de la hausse des prix à la consommation sur l'horizon de projection. Cet effet sur l'agrégat des marchés émergents est compensé par une inflation projetée un peu plus élevée dans d'autres grandes économies, telles que l'Inde et la Russie.

#### La perception de perspectives accrues d'un accord de paix en Ukraine a exercé des pressions à la baisse sur les prix des matières premières énergétiques.

Les prix du pétrole ont initialement été soutenus, à l'approche de la réunion d'octobre du Conseil des gouverneurs, par l'annonce de nouvelles sanctions américaines imposées aux deux principales compagnies pétrolières russes, Lukoil et Rosneft, qui représentent la majorité des exportations russes. Plus récemment, toutefois, les efforts renouvelés des États-Unis pour faire avancer les négociations de paix en Ukraine ont entraîné une diminution de la probabilité perçue d'un exercice strict de ces sanctions, ce qui a suscité des pressions à la baisse sur les prix. Ces pressions à la baisse ont été amplifiées par un excédent d'offre qui s'est développé pendant plusieurs mois sur le marché du pétrole. S'agissant des prix du gaz, bien

<sup>2</sup> Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour l'inflation totale mesurée par l'IPC recouvrent un ensemble plus large de pays, notamment les grands marchés émergents (par exemple, la Chine, l'Inde, le Brésil et la Russie), qui ne sont pas pris en compte dans l'inflation mesurée par l'IPC pour la zone OCDE.

qu'une période de froid en Europe occidentale ait récemment stimulé de façon temporaire la consommation et pesé sur les stocks, les prix ont au final baissé de 15 % en raison de la perception de progrès vers un potentiel accord de paix en Ukraine. Compte tenu des efforts continus de l'Europe pour mettre un terme à sa dépendance aux combustibles fossiles russes, il est peu probable que cette pression à la baisse résulte d'une anticipation de la reprise des flux de transports par oléoduc russes. Elle reflète plus probablement la possibilité qu'un accord de paix conduise à la levée des sanctions américaines qui affectent une partie de la capacité d'exportation de gaz naturel liquéfié de la Russie. Les prix des métaux ont augmenté de 2 %, soutenus par les anticipations renouvelées de droits de douane américains sur le cuivre, qui ont poussé les négociants à accélérer les expéditions à destination des États-Unis. En revanche, les prix des produits alimentaires ont baissé de 3 %, en raison des signes d'offre abondante de cacao.

**L'activité économique aux États-Unis a été affectée négativement par l'arrêt des activités du gouvernement fédéral (*shutdown*).** L'impasse budgétaire a duré 43 jours et a retardé la publication de données-clefs. Elle devrait aussi peser sur la croissance au quatrième trimestre 2025, tandis qu'une grande partie de cet effet devrait être rattrapé au premier trimestre 2026. La consommation privée a dépassé les prévisions cette année, en raison de gains de patrimoine parmi les ménages à revenus élevés dans un contexte de forte hausse des marchés d'actions. Toutefois, elle devrait se ralentir avec la modération du marché du travail et la reconstitution de leur épargne par les ménages à partir de niveaux bas. Au troisième trimestre, la croissance de la consommation privée a été robuste, même si elle a stagné en septembre sur une base mensuelle. Les variables relatives au secteur privé utilisées comme approximation de la consommation privée signalent une croissance faible en octobre et en novembre, en ligne avec une confiance des consommateurs en baisse et un marché du travail modéré. L'essor des dépenses en capital liées à l'IA soutient un renforcement des perspectives d'investissement privé. Les exportations nettes devraient apporter une contribution positive à la croissance du PIB en volume au tournant de l'année. Le marché du travail reste modéré malgré une croissance de l'emploi dans le secteur privé supérieure aux attentes en septembre, l'impact de cette surprise positive étant tempéré par des révisions à la baisse de l'emploi dans le secteur privé au cours des mois précédents. Les données relatives au secteur privé indiquent une croissance de l'emploi très modérée en octobre et en novembre, tandis que les indicateurs à haute fréquence suggèrent une augmentation des licenciements et une stagnation de la croissance de l'emploi. La croissance des salaires horaires continue de se modérer.

**Dans le même temps, les droits de douane ont un impact sur la hausse des prix à la consommation aux États-Unis.** Les droits de douane sur les biens de consommation ont contribué aux pressions inflationnistes, le *momentum* de la hausse des prix des biens ayant atteint son plus haut niveau depuis avril 2023. Les hausses de prix liées aux droits de douane devraient contribuer à une augmentation de l'inflation au quatrième trimestre. L'inflation dans le secteur des services poursuit lentement sa tendance baissière, en raison principalement du ralentissement de la hausse des coûts du logement. Dans le même temps, l'inflation totale mesurée par l'indice relatif aux dépenses de consommation privée (*personal consumption*

*expenditure*, PCE) a légèrement augmenté, ressortant à 2,8 % en septembre (soit une hausse de 0,1 point de pourcentage), tandis que l'inflation *core* mesurée par l'indice PCE est revenue à 2,8 % (soit une baisse de 0,1 point de pourcentage). Le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) a abaissé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux lors de sa réunion de décembre (de 25 points de base), à 3,50 %-3,75 %.

**Les perspectives à court terme pour la Chine indiquent une modération de la dynamique de croissance malgré une croissance plus forte que prévu au troisième trimestre.** La demande intérieure reste faible, même si le PIB en volume a augmenté de 1,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre, dépassant les anticipations des marchés. Les exportations nettes ont apporté une contribution positive, tandis que les indicateurs relatifs à la demande intérieure, tels que les ventes au détail et l'investissement en immobilisations corporelles, se sont de nouveau affaiblis au regard de la faiblesse de la confiance des consommateurs et de l'ajustement en cours du secteur de l'immobilier résidentiel. Selon l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI), l'activité manufacturière s'est contractée en novembre, tandis que l'activité dans le secteur des services s'est ralentie tout en demeurant en territoire expansionniste. La performance à l'exportation de la Chine est robuste, la croissance des exportations nominales de biens atteignant 5,8 % en novembre en rythme annuel, soutenue par de fortes exportations vers l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN), l'Afrique et l'Europe. Ces hausses ont plus que compensé la baisse des exportations à destination des États-Unis. Le récent accord commercial entre les États-Unis et la Chine, qui réduit les droits de douane sur les importations chinoises, associé à une relance budgétaire accrue dans le cadre du nouveau plan quinquennal chinois, devrait soutenir la croissance économique sur l'horizon de projection. Toutefois, des difficultés structurelles, telles que la correction toujours en cours dans le secteur de l'immobilier résidentiel réel, pèsent sur la confiance des consommateurs, engendrant ainsi des risques pour les perspectives à moyen terme en matière de consommation. Globalement, les prix à la consommation ont encore augmenté en Chine en novembre, tandis que les prix à la production ont continué de baisser. L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC s'est établie à 0,7 % en novembre, son plus haut niveau depuis février 2025, après 0,2 % en octobre. Cette hausse est en ligne avec les anticipations de marché et s'explique principalement par les prix des produits alimentaires, en raison de pénuries d'approvisionnement dues à de mauvaises conditions météorologiques. La variation des prix à la production a légèrement baissé, ressortant à – 2,2 % en novembre, après – 2,1 % en octobre, reflétant une baisse des prix des matières premières et des biens de consommation durables.

**Au Royaume-Uni, l'économie a affiché une croissance modeste au troisième trimestre 2025.** Si la consommation privée est demeurée faible, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a apporté un certain soutien à la croissance. Les données rapides de l'indice PMI pour novembre suggèrent une dynamique économique toujours modérée au quatrième trimestre, avec un affaiblissement de l'activité dans les services et de légers signes d'amélioration de la production manufacturière. L'inflation totale mesurée par l'IPC a légèrement diminué, revenant à 3,6 % en octobre après 3,8 % en septembre. L'inflation *core* s'est également

ralentie, revenant à 3,4 %, sous l'effet d'une diminution de l'inflation dans les services, revenue à 4,5 %. La croissance des salaires s'est ralentie, tout en demeurant élevée. Le budget d'automne annoncé le 26 novembre inclut une augmentation des dépenses budgétaires au cours des années à venir, tandis que des mesures telles que le gel prolongé du barème de l'impôt pour les particuliers devraient générer des recettes fiscales supplémentaires, principalement à partir de 2028.

## 2

## Activité économique

*L'économie de la zone euro fait preuve de résilience en dépit du contexte mondial difficile. Le PIB en volume a augmenté de 0,3 % au troisième trimestre 2025, soit au-dessus des projections macroéconomiques de septembre 2025 pour la zone euro établies par les services de la BCE. Cela fait suite à la volatilité enregistrée au premier semestre de l'année, reflétant les effets de l'anticipation des échanges en début de période en réponse à la hausse des droits de douane américains et à l'incertitude qui en résulte, ainsi que l'incidence des fortes fluctuations des données irlandaises. Au troisième trimestre, la croissance a été tirée par la demande intérieure et l'accumulation de stocks du côté des dépenses, les services marchands – en particulier le secteur de l'information et de la communication – ayant contribué à la valeur ajoutée, tandis que l'industrie et la construction sont demeurés atones. Les données d'enquêtes font actuellement état d'une poursuite de la dynamique modérée de la croissance au quatrième trimestre 2025, sous l'effet de l'activité dans les services. Le marché du travail reste résilient, mais montre des signes de ralentissement, avec des différences notables entre les pays et les secteurs. Le taux de chômage est resté stable à 6,4 % en septembre et en octobre, soit un niveau proche de ses récents points bas historiques.*

*La demande intérieure devrait soutenir la croissance du PIB à court et moyen termes. La hausse des revenus réels et la résilience du marché du travail devraient soutenir la consommation privée, et l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se redresser au quatrième trimestre et au-delà, comme le suggèrent les principaux indicateurs. L'investissement des entreprises devrait également augmenter, porté par les actifs incorporels, tandis que les investissements tangibles devraient rester plus faibles à court terme. Des facteurs tels que le renforcement de la demande, la hausse des bénéfices, la diminution de l'incertitude, les dépenses supplémentaires de défense et d'infrastructures et l'amélioration des conditions de financement devraient continuer de soutenir l'investissement et la croissance de l'activité à moyen terme.*

*Cette perspective se traduit largement dans les projections macroéconomiques de décembre 2025 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, qui tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,4 % en 2025, 1,2 % en 2026, 1,4 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Par rapport aux projections de septembre 2025, la croissance du PIB a été révisée à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection<sup>3</sup>.*

**L'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,3 % au troisième trimestre 2025, après un premier semestre volatile, selon la dernière estimation d'Eurostat (graphique 3).** Au troisième trimestre, la croissance a été tirée par la demande intérieure et l'accumulation de stocks, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution négative en raison de la forte croissance des importations, en particulier en Irlande. La hausse des investissements incorporels et les données détaillées relatives à la production de services suggèrent une

<sup>3</sup> Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2025](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 18 décembre 2025.

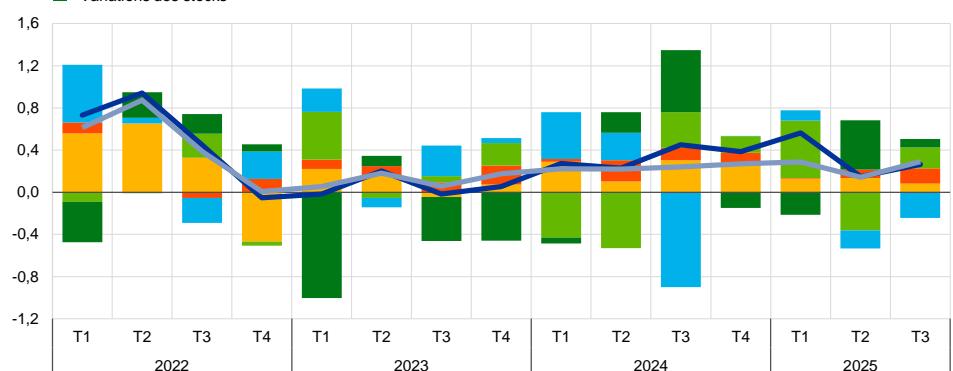
augmentation des dépenses liées à l'IA. La croissance de la valeur ajoutée brute au troisième trimestre a été tirée par les services marchands, sous l'effet du secteur de l'information et de la communication, tandis que les contributions de l'industrie et de la construction sont restées stationnaires.

### Graphique 3

#### PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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

- PIB aux prix du marché
- PIB aux prix du marché hors Irlande
- Consommation privée
- Consommation publique
- Formation brute de capital fixe
- Exportations nettes
- Variations des stocks



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025.

**Les données d'enquêtes indiquent une dynamique de croissance modérée au quatrième trimestre 2025, soutenue par l'activité dans les services.** Au premier mois du quatrième trimestre, la production industrielle hors construction a été supérieure de 0,6 % à celle du troisième trimestre, où elle avait diminué de 0,1 %. S'agissant des données d'enquêtes, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production dans la zone euro est ressorti en moyenne à 52,4 au quatrième trimestre, après 51,0 au troisième trimestre, tandis que le profil mensuel est revenu de 52,8 en novembre à 51,9 en décembre. Cette diminution résulte de l'activité dans les services (qui s'est établie à 52,6) (graphique 4, partie b) et d'une baisse de la production manufacturière au-dessous du seuil de non-croissance de 50, à 49,7 (graphique 4, partie a). Au-delà du quatrième trimestre, les indices PMI prospectifs relatifs aux nouvelles commandes et aux anticipations des entreprises continuent d'indiquer une croissance modérée tirée par les services, tandis que les performances du secteur manufacturier restent atones à court terme.

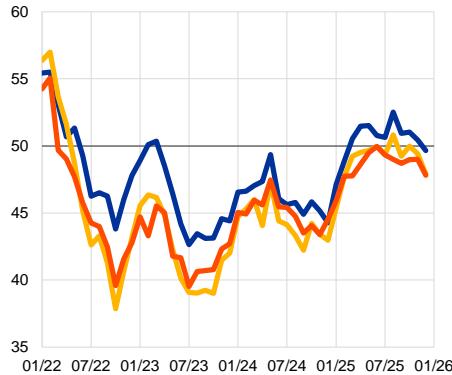
## Graphique 4

### Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie

#### a) Industrie manufacturière

(indices de diffusion)

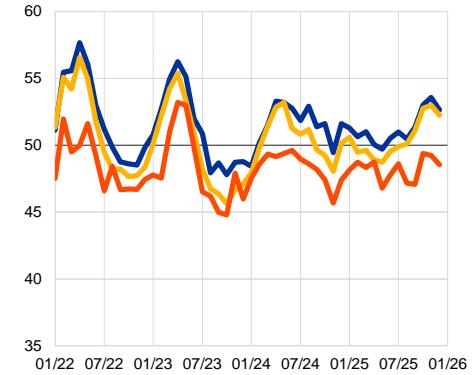
- Production
- Nouvelles commandes
- Nouvelles commandes pour l'exportation



#### b) Services

(indices de diffusion)

- Activité
- Nouveaux contrats
- Nouvelles commandes pour l'exportation



Source : S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2025.

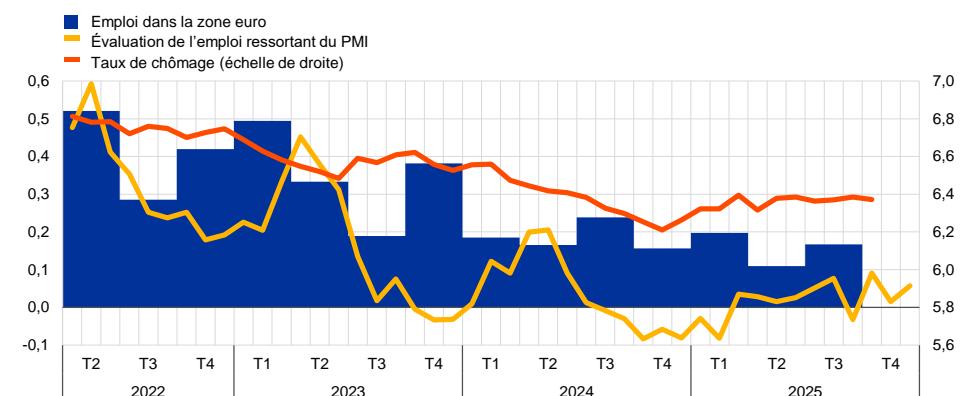
#### **Le marché du travail a continué de bien résister au troisième trimestre 2025, mais la demande de main-d'œuvre a continué de se modérer progressivement.**

L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté respectivement de 0,2 % et 0,4 % au troisième trimestre 2025 (graphique 5). La modération en cours de la croissance de l'emploi reflète en partie un ralentissement de la demande de main-d'œuvre, le taux de vacance d'emplois revenant à 2,2 % au troisième trimestre, au-dessous des niveaux pré-pandémiques observés au quatrième trimestre 2019. La population active est demeurée stable au troisième trimestre, les chiffres d'octobre indiquant une croissance en rythme mensuel de 0,1 %. Dans le même temps, le taux de chômage s'est établi à 6,4 % en octobre, s'étant maintenus dans une fourchette entre 6,3 % et 6,4 % depuis le début de l'année.

## Graphique 5

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

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



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

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

**Les indicateurs à court terme du marché du travail signalent une croissance de l'emploi légèrement positive au quatrième trimestre.** L'indice PMI composite relatif à l'emploi est ressorti à 50,6 en décembre, avec une moyenne trimestrielle de 50,5, ce qui suggère une croissance de l'emploi globalement étale au quatrième trimestre. L'indice PMI relatif à l'emploi dans le secteur des services a oscillé autour de 51 depuis le début de l'année et a atteint 51,3 en décembre, tandis que l'indicateur PMI relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier est resté en territoire négatif, s'établissant à 48,5 dans la publication de décembre, avec une moyenne trimestrielle de 48,1.

**La consommation privée a continué de croître au troisième trimestre 2025 et devrait maintenir sa dynamique au quatrième trimestre.** La consommation privée a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre de l'année, globalement en ligne avec la dynamique observée au deuxième trimestre (graphique 6, partie a). Les dépenses dans les services ont continué d'augmenter, tandis que la consommation de biens s'est modérée. Le commerce de détail et la production de services ont légèrement augmenté au troisième trimestre par rapport au deuxième trimestre, de 0,2 % et 0,3 % respectivement en rythme trimestriel, tandis que les ventes au détail sont demeurées inchangées en octobre, en rythme mensuel. Les données d'enquêtes suggèrent que la dynamique de la consommation privée devrait être robuste jusqu'à la fin de l'année, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs se maintenant à un niveau stable en novembre. Les anticipations des entreprises relatives à la demande dans le commerce de détail et dans les services aux consommateurs au cours des trois prochains mois se sont améliorées en novembre, la demande de services aux consommateurs se rapprochant des niveaux d'avant la pandémie. S'agissant des services nécessitant de nombreux contacts, les indicateurs de la Commission européenne relatifs à la demande attendue se sont affaiblis pour les services

d'hébergement et, dans une moindre mesure, pour les services de restauration, tandis qu'ils se sont renforcés pour les services de voyage. Dans le même ordre d'idées, les données issues de l'enquête sur les anticipations des consommateurs indiquent que les anticipations relatives aux achats liés aux vacances demeurent élevées. Pour la période à venir, la consommation privée devrait continuer de croître, soutenue par la hausse des revenus réels par rapport aux années précédentes. Bien que la consommation privée ait été plus lente que la croissance des revenus jusqu'à présent, ces hausses des revenus réels devraient progressivement se traduire par une dynamique de consommation plus forte à court terme, malgré le taux d'épargne élevé (graphique 6, partie b). Dans le même temps, selon l'enquête sur les anticipations des consommateurs, des motifs de précaution et des effets ricardiens influent sur la propension des ménages à épargner (cf. encadré 4).

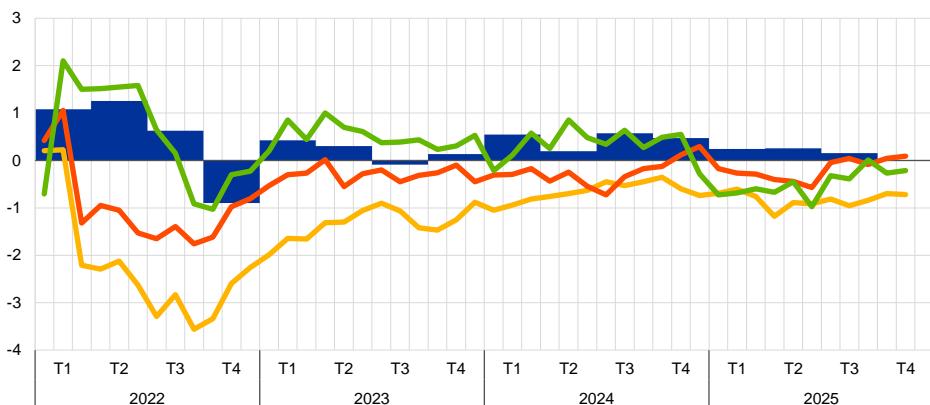
## Graphique 6

Consommation et confiance des ménages, anticipations des entreprises ; taux d'épargne des ménages et anticipations relatives au chômage

### a) Dépenses de consommation et confiance, anticipations des entreprises

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

- Consommation privée
- Confiance des consommateurs
- Demande dans le commerce de détail
- Demande de services de consommation



### b) Taux d'épargne des ménages et anticipations relatives au chômage

(en pourcentage du revenu disponible, soldes nets en pourcentage)

- Taux d'épargne
- Anticipations relatives au chômage (échelle de droite)



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

Notes : Les anticipations des entreprises concernant la demande dans le commerce de détail (hors véhicules à moteur) et la demande de services pondérés par la consommation se rapportent aux trois prochains mois. La « demande de services de consommation » est fondée sur les indicateurs relatifs à la demande sectorielle attendue tirés de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises consacrée aux services, pondérés en fonction des parts sectorielles dans la consommation privée intérieure provenant des tableaux entrées-sorties FIGARO pour 2022. La série relative à la demande de services de consommation est normalisée pour la période allant de 2005 à 2019, tandis que la série relative à la demande dans le commerce de détail et celle relative à la confiance des consommateurs sont normalisées pour la période allant de 1999 à 2019. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2025 pour le taux d'épargne, au troisième trimestre 2025 pour la consommation privée et à novembre 2025 pour toutes les autres rubriques.

**L'investissement des entreprises a enregistré une croissance robuste au troisième trimestre et devrait encore augmenter.** Au troisième trimestre 2025, l'investissement des entreprises a augmenté de 1,8 % en rythme trimestriel et de 1,1 % en excluant les actifs incorporels irlandais volatils. Hors actifs incorporels irlandais, les investissements tant corporels qu'incorporels ont affiché une croissance robuste. Les indicateurs relatifs au secteur des biens d'équipement au quatrième trimestre, tels que l'indice PMI relatif à la production et l'enquête de la

Commission européenne sur la confiance jusqu'en novembre, font état d'une certaine faiblesse de l'investissement corporel (graphique 7, partie a). Dans le même temps, les enquêtes portant sur les services incorporels jusqu'en novembre, dont l'indice PMI relatif à l'activité et l'enquête de la Commission européenne sur la demande attendue au cours des trois prochains mois, indiquent une poursuite de la hausse de l'investissement incorporel. Dans le cadre du [dialogue entre les entreprises non financières](#) (NFBD) de novembre, les entreprises ont fait état d'une augmentation des investissements dans le commerce électronique, les centres de données, le développement de logiciels et l'automatisation. Toutefois, le NFBD a montré que les coûts élevés de l'énergie, de la main-d'œuvre et de la réglementation ainsi que les craintes d'une réglementation excessive de l'IA demeurent des obstacles importants. Pour la période à venir, l'investissement devrait être soutenu par l'augmentation de la demande globale, une hausse des bénéfices, une réduction de l'incertitude et des initiatives supplémentaires en matière de défense et d'infrastructure, ainsi que par les conditions de financement plus favorables au cours de l'année passée. La simplification de la réglementation européenne pourrait également favoriser l'investissement. Néanmoins, d'importants risques baissiers persistent, car des effets négatifs liés aux hausses des droits de douane pourraient encore apparaître. Les entreprises participant au NFBD ont plus particulièrement fait part de leurs craintes quant au réacheminement par la Chine d'exportations de produits de haute technologie à bas prix – compte tenu de sa surcapacité et des opportunités d'exportation réduites vers les États-Unis –, ce qui pourrait éroder les marges et entraîner des pertes de parts de marché en Europe.

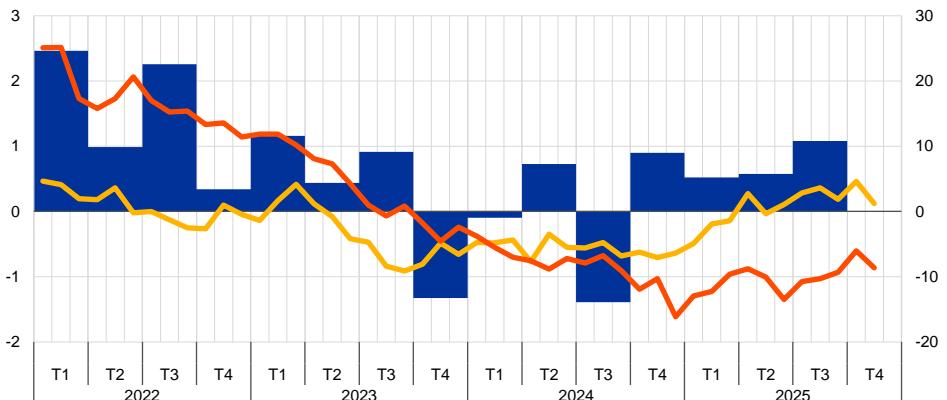
## Graphique 7

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

#### a) Investissement des entreprises (hors actifs incorporels irlandais)

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

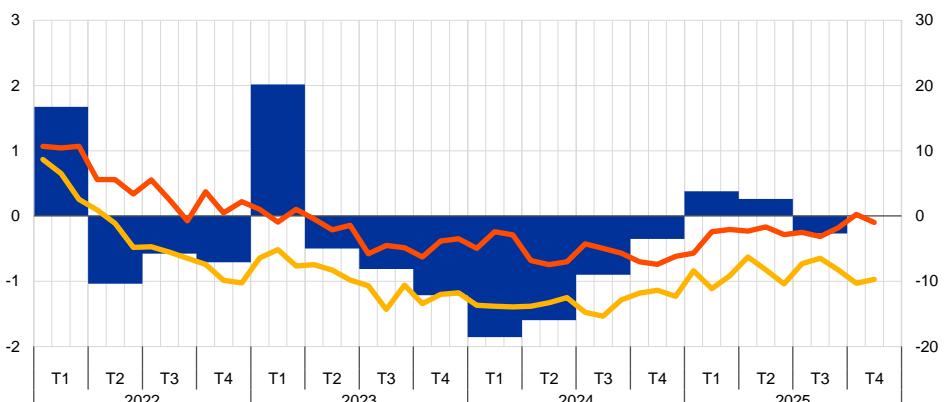
- Investissement des entreprises
- Indice PMI pour la production (échelle de droite)
- Indicateur relatif à la confiance de la Commission européenne (échelle de droite)



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

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

- Investissement dans l'immobilier résidentiel
- Indice PMI pour la production (échelle de droite)
- Indicateur relatif à la tendance de l'activité de la Commission européenne (échelle de droite)



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. Les indicateurs à court terme se rapportent au secteur des biens d'équipement. L'indicateur de confiance de la Commission européenne relatif aux biens d'équipement est normalisé pour la moyenne entre 1999 et 2019 et l'écart type de la série. Dans la partie b), la courbe correspondant à l'indicateur relatif à la tendance de l'activité élaboré par la Commission européenne se rapporte à la moyenne pondérée de l'évaluation de la tendance de l'activité par les secteurs de la construction de bâtiments et de la construction spécialisée par rapport aux trois mois précédents, recalculée pour avoir le même écart type que le PMI. La courbe correspondant au PMI relatif à la production se rapporte à l'activité dans l'immobilier résidentiel. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025 pour l'investissement et à novembre 2025 pour l'indice PMI relatif à la production et les indicateurs de la Commission européenne.

#### L'investissement dans l'immobilier résidentiel a légèrement baissé au

#### troisième trimestre 2025 mais devrait revenir à un rythme de croissance

**modéré au quatrième trimestre.** Après deux trimestres consécutifs d'expansion plus tôt dans l'année, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a reculé de 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre, ce qui indique qu'une reprise durable ne s'est pas encore installée (graphique 7, partie b). La production dans les activités de construction de bâtiments et de construction spécialisée a été, en moyenne,

supérieure de 0,1 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent. Les indicateurs prospectifs dressent un tableau contrasté. L'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction de bâtiments et la construction spécialisée s'est renforcé en octobre et novembre par rapport au troisième trimestre, tandis que l'indice PMI relatif à la production dans l'immobilier résidentiel a diminué. Globalement, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait toutefois reprendre progressivement. Cette évaluation est confortée par une hausse continue, bien que modeste, des permis de construire délivrés pour des bâtiments résidentiels au troisième trimestre, ainsi que par la poursuite de la hausse des nouveaux prêts au logement. En outre, l'enquête sur les anticipations des consommateurs souligne une attractivité croissante de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, indiquant un renforcement de la demande de logements (cf. encadré 5).

**Les exportations totales de la zone euro se sont redressées au troisième trimestre 2025, augmentant de 0,7 %, même si la dynamique sous-jacente reste faible.** Les exportations de biens de la zone euro ont fortement augmenté au troisième trimestre 2025, de 1,5 % en rythme trimestriel. Ce redressement s'explique en partie par l'augmentation des ventes de produits pharmaceutiques aux États-Unis, qui peut être le reflet d'une anticipation d'une éventuelle hausse des droits de douane sur les exportations des entreprises. Il traduit également une augmentation des exportations d'ingrédients pour les médicaments favorisant la perte de poids. Au-delà des produits pharmaceutiques, la zone euro continue de perdre des parts de marché dans de nombreux pays destinataires et de nombreux secteurs, dans un contexte de concurrence accrue de la Chine. Ce profil d'évolution est susceptible de peser durablement sur les exportations de la zone euro. Au troisième trimestre 2025, les importations de biens ont enregistré une augmentation modérée de 0,7 %, les importations chinoises continuant de croître dans un contexte d'intensification de la concurrence pour les entreprises de la zone euro. Dans le même temps, les prix à l'importation ont continué de diminuer, de 2 % en rythme annuel en août, reflétant l'impact de l'appréciation passée de l'euro et des tensions baissières sur les prix exercées par la Chine. Pour la période à venir, les indicateurs tirés d'enquêtes continuent de signaler une faiblesse des exportations du secteur manufacturier et des services.

**En comparaison avec les projections de septembre 2025, la croissance du PIB en volume a été révisée à la hausse, de 0,2 point de pourcentage pour 2025 et 2026 et de 0,1 point de pourcentage pour 2027.** L'ajustement à la hausse pour 2025 reflète les révisions des données passées, y compris le résultat meilleur que prévu pour le troisième trimestre 2025. La légère baisse de l'incertitude entourant la politique commerciale, le renforcement de la demande étrangère et la baisse des prix des matières premières énergétiques ont entraîné une révision à la hausse des perspectives de croissance pour 2026. Une dynamique trimestrielle légèrement plus robuste et un effet de report plus important lié à la dynamique de croissance plus soutenue en 2026 entraînent une révision à la hausse des perspectives pour 2027. S'agissant des composantes de la dépense, les révisions à la hausse les plus importantes pour 2025-2027 concernent l'investissement et incluent, en particulier, un renforcement de l'investissement des entreprises sur

l'ensemble de l'horizon de projection et un dynamisme accru de l'investissement public en 2027, ainsi qu'une augmentation de la consommation publique en 2025-2026. Les exportations nettes ont également été révisées à la hausse pour 2025, reflétant les performances meilleures qu'attendu des exportations au cours des trois premiers trimestres de l'année.

### 3

## Prix et coûts

*L'inflation totale annuelle dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), continue de s'établir à un niveau proche de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Elle est demeurée à 2,1 % en novembre 2025<sup>4</sup>, l'accélération de la hausse des prix de l'énergie ayant été compensée par le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est demeurée stable à 2,4 %, la hausse des prix des biens et la hausse des prix des services ayant évolué en sens opposé. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu varié ces derniers mois et restent conformes à la cible de 2 %. Tandis que la croissance des profits unitaires est demeurée inchangée au troisième trimestre 2025, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté à un rythme légèrement plus rapide qu'au deuxième trimestre. La croissance annuelle de la rémunération par tête est demeurée inchangée, à 4,0 %, au troisième trimestre. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, soutenant la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible.*

*Les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient un ralentissement de l'inflation totale, de 2,1 % en 2025 à 1,9 % en 2026, puis à 1,8 % en 2027, avant un retour à l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs de 2 % en 2028. Par rapport aux projections de septembre 2025, l'inflation totale a été revue à la hausse pour 2026 et légèrement à la baisse pour 2027<sup>5</sup>.*

**La hausse de l'IPCH dans la zone euro est demeurée à 2,1 % en novembre 2025 (graphique 8).** Ce résultat fait suite à un léger rebond de la hausse des prix des services et à une moindre contraction de la composante énergie, qui ont été compensés par hausse plus faible des prix des biens industriels non énergétiques (BINE) et des produits alimentaires. Le taux de variation annuel des prix de l'énergie a atteint – 0,5 % en novembre, après – 0,9 % en octobre, sous l'effet d'une augmentation de la composante carburants destinés aux transports, qui a contrebalancé les baisses des composantes électricité et gaz. La hausse totale des prix des produits alimentaires s'est légèrement ralenti, ressortant à 2,4 % en novembre, après 2,5 % en octobre. S'agissant des différentes sous-composantes des produits alimentaires, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés a diminué légèrement, revenant de 2,3 % en octobre à 2,2 % en novembre, tandis que celui des prix des produits alimentaires non transformés est demeuré inchangé, à 3,2 %. L'inflation mesurée par l'IPCHX est demeurée stable pour le troisième mois consécutif en novembre, ressortant à 2,4 %. Cela reflète un léger ralentissement de la hausse des prix des BINE, à 0,5 % après 0,6 % en octobre, compensant une accentuation de même ampleur de la hausse des prix des services, à 3,5 %, après 3,4 % sur la même période. L'inflation dans les services s'est inscrite en hausse ces derniers mois, sous l'effet d'une hausse des

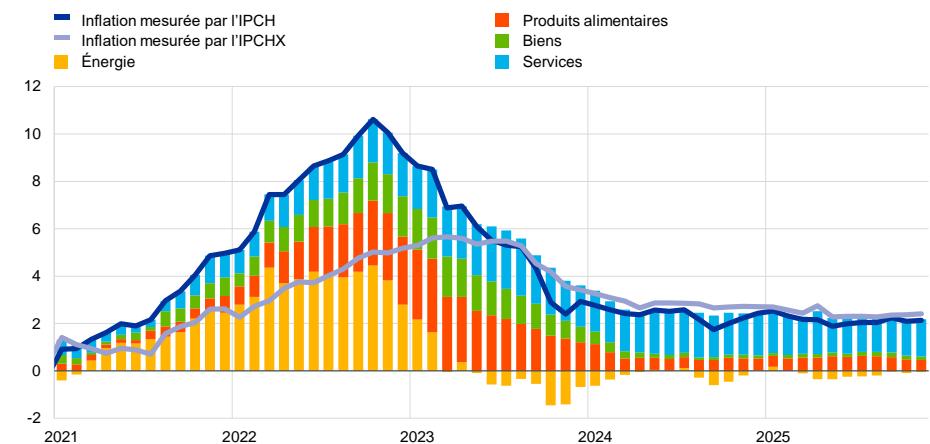
<sup>4</sup> La date d'arrêté des données figurant dans le présent *Bulletin économique* est le 17 décembre 2025. Selon l'estimation rapide publiée par Eurostat le 7 janvier 2026, l'inflation annuelle dans la zone euro est revenue à 2,0 % en décembre 2025.

<sup>5</sup> Cf. « *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, décembre 2025* », publiées sur le site internet de la BCE le 18 décembre 2025.

taux de croissance annuels de la sous-composante loisirs – en particulier pour l'hébergement et les voyages organisés – ainsi que des sous-composantes transport et communication. À plus long terme, bien que les tensions sur les prix des services restent fortes, le ralentissement progressif attendu de la croissance des salaires devrait contribuer à la désinflation dans ce secteur.

### Graphique 8 Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Biens » se rapporte aux biens industriels non énergétiques. IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à novembre 2025.

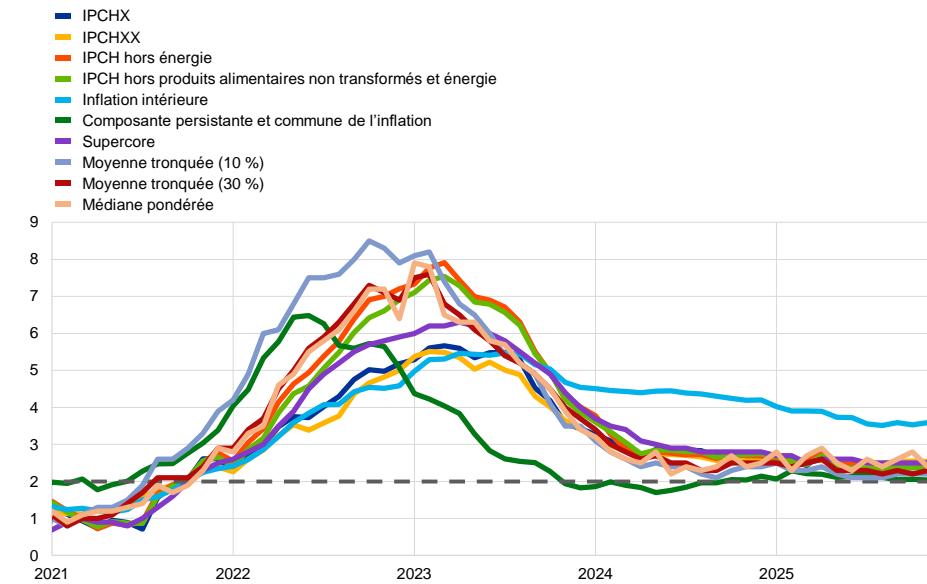
**Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué au cours des derniers mois et restent conformes à l'objectif de 2 % à moyen terme de la BCE (graphique 9).** En novembre 2025, la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont peu évolué et la fourchette des valeurs des indicateurs s'est établie entre 2,0 % et 2,5 %<sup>6</sup>. Toutes les mesures de l'inflation fondées sur l'exclusion permanente sont restées inchangées par rapport à octobre, demeurant comprises entre 2,4 % et 2,5 %. Les variations de la plupart des mesures temporaires fondées sur l'exclusion indiquent également une stabilisation des tensions inflationnistes sous-jacentes en novembre. L'inflation intérieure, qui inclut principalement les composantes services, a légèrement augmenté, ressortant à 3,6 % en novembre, après 3,5 % en octobre. S'agissant des mesures fondées sur des modèles, la composante persistante et commune de l'inflation a diminué, s'établissant à 2,0 % en novembre, tandis que l'indicateur *Supercore*, qui inclut les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, est resté stable à 2,5 % pour le cinquième mois consécutif.

<sup>6</sup> La fourchette exclut l'inflation intérieure.

## Graphique 9

### Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

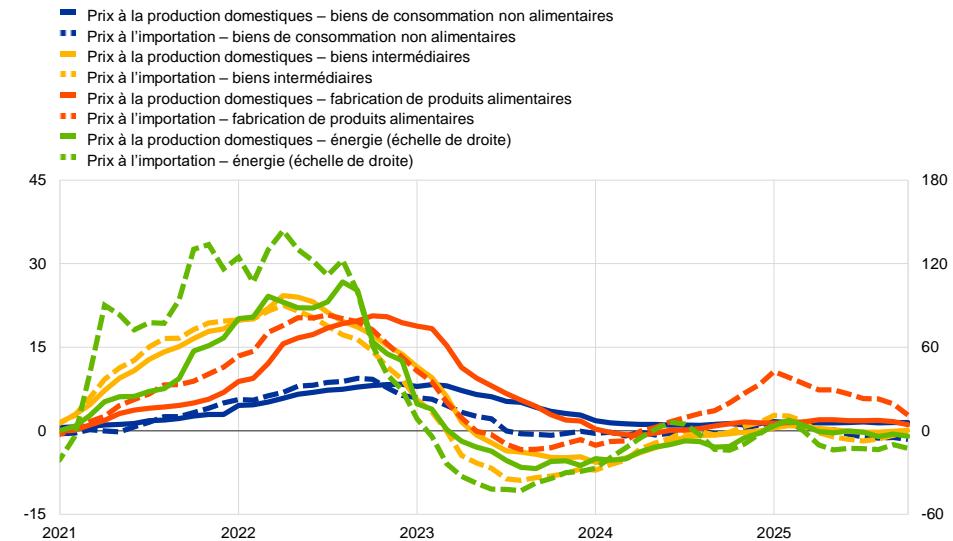
Notes : La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. IPCHX correspond à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCHXX correspond à l'IPCHX hors composantes liées au voyage, à l'habillement et à la chaussure. Les dernières observations se rapportent à novembre 2025.

**Les mesures des tensions en amont indiquent une atténuation progressive des tensions sur l'inflation (graphique 10).** En amont de la chaîne des prix, la contraction des prix à la production pour l'énergie s'est fortement accentuée, pour s'établir à – 3,9 % en octobre 2025, après – 2,4 % en septembre, bien au-dessous de son pic de 7,8 % enregistré en février. Sur la même période, pour les biens intermédiaires, le taux de croissance annuel des prix à la production domestiques a atteint 0,1 %, après – 0,1 %, tandis que celui des prix à l'importation est resté inchangé, à – 0,8 %. En aval de la chaîne des prix, pour les biens de consommation non alimentaires, la hausse des prix à la production domestiques est demeurée inchangée, à 1,5 % en octobre, tandis que la contraction des prix à l'importation s'est accentuée, à – 1,6 %, après – 1,2 % en septembre. Dans le même temps, s'agissant des produits alimentaires manufacturés, le taux de croissance annuel des prix à la production a diminué, revenant de 1,7 % à 1,1 %, tandis que celui des prix à l'importation a continué de baisser par rapport à son pic de 10,6 % de janvier, revenant à 2,8 % en octobre, après 4,9 % en septembre. Globalement, les données suggèrent que les tensions en amont sur les biens de consommation et les produits alimentaires se sont atténuées, reflétant l'appréciation de l'euro et, peut-être, l'attention accrue de la Chine envers la zone euro en tant que marché d'exportation, exerçant une pression à la baisse sur les prix à l'importation.

## 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 octobre 2025.

**Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, sont restées globalement stables, à 2,4 % au troisième trimestre 2025 (graphique 11).** Cette évolution reflète une hausse de la contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui a été compensée par une contribution stable des bénéfices unitaires et par une diminution de celle des impôts nets unitaires. La légère hausse du taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre est due à un ralentissement modéré de la croissance de la productivité du travail, qui est revenue à 0,7 % au troisième trimestre après 0,8 % au deuxième trimestre, et à un taux de croissance stable de la rémunération par tête, qui s'est établi à 4,0 % au troisième trimestre. Cette évolution reflète un ralentissement de la croissance des salaires négociés, revenue à 1,9 % au troisième trimestre après 4,0 % le trimestre précédent, qui a été compensé par une augmentation substantielle de la composante glissement conjoncturel des salaires sur la même période. La forte baisse de la croissance des salaires négociés reflète l'impact mécanique d'importants paiements ponctuels effectués en 2024, qui, dans le même temps, a également été à l'origine de la volatilité du glissement des salaires. Pour l'avenir, l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui intègre des données relatives aux accords salariaux négociés jusqu'à fin novembre 2025, continue d'indiquer que les tensions sur la croissance des salaires resteront modérées au quatrième trimestre 2025 et au premier semestre 2026, avant de se stabiliser progressivement au second semestre 2026<sup>7</sup>. Les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient que la croissance de la rémunération par tête ressortira

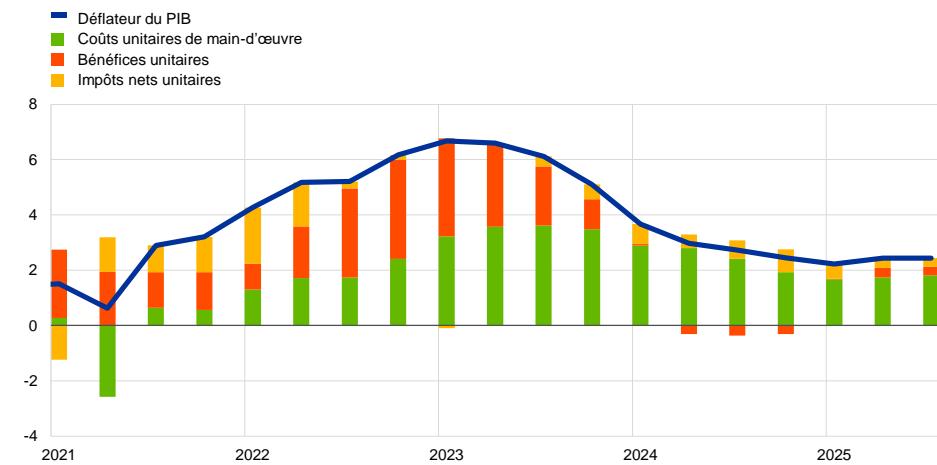
<sup>7</sup> Pour plus de détails, cf. « [Publication de nouvelles données : l'outil de suivi des salaires de la BCE suggère une croissance des salaires plus faible et une normalisation progressive des tensions sur les salaires négociés en 2026](#) »

à 4,0 % en moyenne pour 2025 et se modérera pour s'établir à 3,2 % en 2026, 2,9 % en 2027 et 3,0 % en 2028.

### Graphique 11

#### Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

**Au cours de la période sous revue allant du 11 septembre au 17 décembre 2025, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (graphique 12, partie a), comme les anticipations d'inflation à plus long terme des prévisionnistes professionnels et des analystes monétaires, sont restées largement inchangées.** Le taux des swaps indexés sur l'inflation à un an dans un an, une mesure de la compensation de l'inflation à court terme extraite des instruments de marché, est resté globalement stable autour de 1,8 %. Les marchés indexés sur l'inflation n'ont pas réagi fortement à la décision du Conseil européen du 5 novembre 2025 de reporter d'un an, de 2027 à 2028, la mise en œuvre du système d'échange de quotas d'émission (SEQE-2) de l'UE. Pour les échéances à moyen et long termes, la compensation de l'inflation a été tout aussi stable. Les taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, corrigés de la prime de risque d'inflation, ont continué de s'établir à près de 2 %. Cela suggère que les anticipations à long terme extraites des instruments de marché demeurent solidement ancrées à la cible d'inflation du Conseil des gouverneurs. Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2025 et dans l'enquête réalisée en décembre 2025 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées à 2 %.

**Les perceptions de l'inflation passée par les consommateurs, ainsi que leurs anticipations d'inflation à court et moyen termes, sont demeurées stables en novembre 2025 (graphique 12, partie b).** Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs pour novembre 2025, le taux médian de l'inflation perçue sur les 12 derniers mois est resté stable à 3,1 %, inchangé depuis

février 2025. Les anticipations médianes relatives à l'inflation totale au cours des 12 prochains mois (2,8 %) et à trois ans (2,5 %) sont également restées inchangées depuis octobre et juillet, respectivement.

### 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

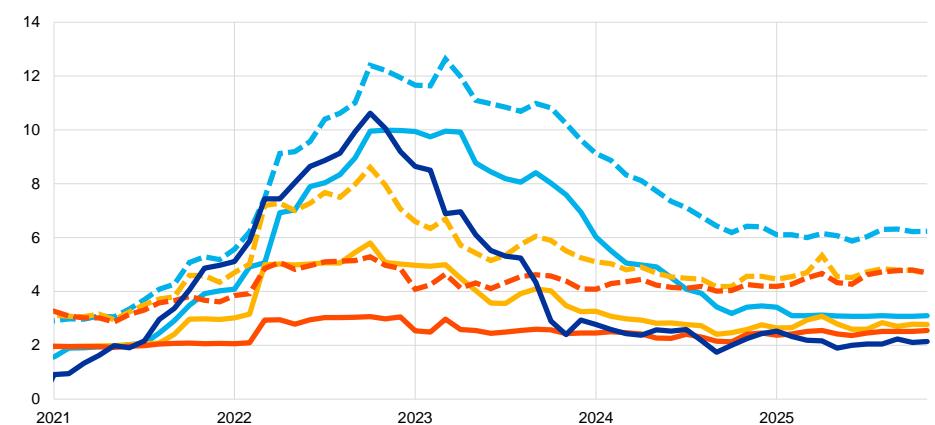
(variations annuelles en pourcentage)



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

(variations annuelles en pourcentage)

█ Inflation mesurée par l'IPCH  
█ Perception de l'inflation passée, moyenne/médiane  
█ Anticipations d'inflation à un an, moyenne/médiane  
█ Anticipations d'inflation à trois ans, moyenne/médiane



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

Notes : La partie a) présente les taux à terme des swaps indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue, le 11 septembre 2025. Dans la partie b), les lignes en pointillés montrent le taux moyen et les lignes continues, le taux médian. Les dernières observations se rapportent au 17 décembre 2025 pour la partie a), et à novembre 2025 pour la partie b).

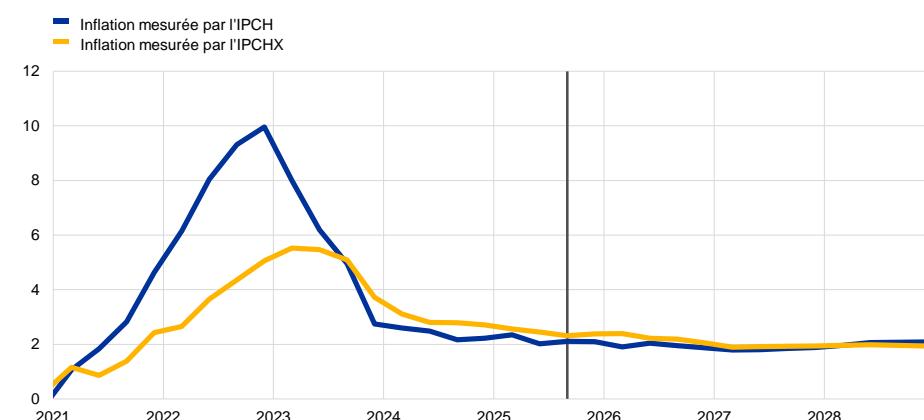
**Les projections de décembre 2025 prévoient que l'inflation totale sera en moyenne de 2,1 % en 2025, 1,9 % en 2026 et de 1,8 % en 2027, avant d'augmenter pour revenir à l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs de 2 % en 2028 (graphique 13). L'inflation totale devrait rester à 2,1 % au dernier trimestre 2025 avant de diminuer légèrement pour s'inscrire au-**

dessous de 2,0 % en 2026 et se maintenir à ces niveaux plus bas en 2027. La baisse du taux moyen prévue pour 2026 est liée à des effets de base concernant l'énergie au premier trimestre, à une hausse des prix des produits alimentaires plus faible, et à un ralentissement de l'inflation mesurée par l'IPCHX en raison d'une modération de la hausse des prix des services. La poursuite du recul de l'inflation totale en 2027 reflète une baisse continue de l'inflation mesurée par l'IPCHX, en partie compensée par un retour de la hausse des prix de l'énergie à un taux zéro, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires devrait rester inchangée. L'inflation totale devrait ensuite augmenter en 2028, principalement sous l'effet d'une hausse significative des prix de l'énergie due aux mesures budgétaires liées à la transition climatique et, en particulier, à la mise en place du système SEQE-2. Par rapport aux projections de septembre 2025, les perspectives d'inflation totale restent inchangées pour 2025, tandis qu'elles ont été révisées à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2026 et révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2027. La révision à la hausse pour 2026 reflète principalement des perspectives plus favorables relatives à l'inflation dans le secteur des services, tandis que la révision à la baisse pour 2027 est principalement due au report attendu du SEQE-2, en partie compensé par une accélération de la hausse des prix des services. L'inflation mesurée par l'IPCHX devrait revenir de 2,4 % en 2025, à 2,2 % en 2026 puis se stabiliser à 2 % ou à un niveau proche vers la fin de l'horizon de projection, sous l'effet de la dissipation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre pesant sur la hausse des prix des services. Par rapport aux projections de septembre 2025, l'inflation mesurée par l'IPCHX est inchangée pour 2025, tandis qu'elle a été révisée à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2026 et de 0,1 point de pourcentage pour 2027.

### Graphique 13

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2025. Notes : La ligne verticale grise indique le dernier trimestre avant le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025 pour les données et au quatrième trimestre 2028 pour les projections. Les projections macroéconomiques de décembre 2025 ont été finalisées le 3 décembre 2025 et la date d'arrêté des hypothèses techniques est le 26 novembre 2025. Les données historiques et projetées relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont déclarées trimestriellement.

## 4

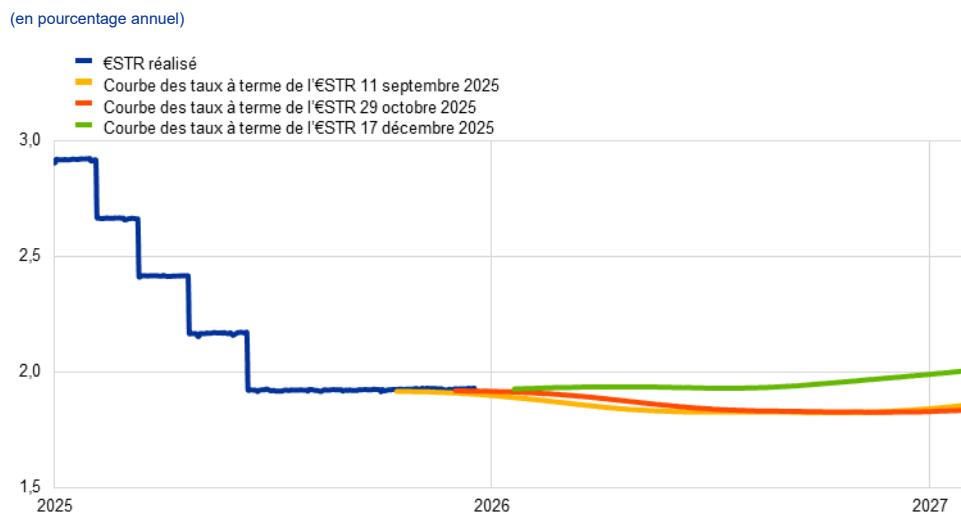
## Évolutions sur les marchés financiers

*Les taux sans risque à court et à long terme de la zone euro se sont inscrits en hausse au cours de la période sous revue allant du 11 septembre au 17 décembre 2025, les marchés écartant de nouvelles réductions des taux d'intérêt. Les rendements des obligations souveraines à long terme ont terminé la période sous revue en hausse, mais les écarts de rendement par rapport aux taux sans risque se sont resserrés. La hausse des taux sans risque et des rendements souverains est en ligne avec une tendance plus large de pentification des courbes de rendement au niveau mondial, en grande partie du fait d'une augmentation des taux réels. Les marchés d'actions de la zone euro ont enregistré des gains au cours de la période sous revue, malgré des difficultés temporaires dans un contexte de crainte concernant les valorisations des entreprises du secteur de l'intelligence artificielle (IA) aux États-Unis. Les écarts de rendement sur les marchés des obligations d'entreprises se sont encore resserrés et s'établissent actuellement à des niveaux historiquement bas, sous l'effet d'une forte appétence pour le risque. Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré stable vis-à-vis du dollar américain (+0,3 %) ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux (+0,4 %). La stabilité vis-à-vis du dollar américain reflète des évolutions macroéconomiques meilleures que prévu dans la zone euro comme aux États-Unis, tandis que la stabilité en termes pondérés des échanges commerciaux résulte de mouvements des taux de change qui se sont compensés entre les partenaires commerciaux.*

**Les taux sans risque à court et à long terme dans la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue (graphique 14).** Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 1,93 % à la fin de la période sous revue, à la suite des décisions prises par le Conseil des gouverneurs lors de ses réunions de septembre et d'octobre de maintenir inchangés les trois taux directeurs de la BCE. L'excédent de liquidité a diminué d'environ 164 milliards d'euros, revenant à 2 486 milliards d'euros, ce qui reflète principalement la réduction continue des portefeuilles de titres détenus à des fins de politique monétaire. Les taux à très court terme ont augmenté sur la période sous revue, les marchés écartant la perspective de nouvelles réductions de taux. La résurgence de l'incertitude liée au commerce mondial, principalement due aux tensions accrues entre les États-Unis et la Chine, a entraîné une brève diminution des taux sans risque en octobre. Cette diminution s'est par la suite inversée dans un contexte d'amélioration du sentiment à l'égard des échanges commerciaux, les États-Unis ayant signé des accords commerciaux avec plusieurs pays asiatiques et les tensions au Moyen-Orient s'étant atténuées. Après la réunion du Conseil des gouverneurs du 30 octobre 2025, les anticipations relatives aux taux directeurs à court terme se sont déplacées vers le haut, les dernières données disponibles signalant une bonne capacité de résistance de l'économie de la zone euro. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme de l'€STR a intégré des hausses cumulées de taux d'intérêt de 6 points de base à fin 2026, soit une inversion des réductions cumulées de taux d'intérêt de 8 points de base intégrées au début de la période sous revue. Au-delà de 2027, la courbe à terme de l'€STR s'est déplacée vers le haut sur l'ensemble des échéances, en ligne avec une pentification des courbes de rendement au niveau mondial alimentée

principalement par une hausse des taux d'intérêt réel. Dans l'ensemble, au cours de la période sous revue, le taux nominal des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans a augmenté, s'établissant à 2,7 %.

#### Graphique 14 Taux à terme de l'€STR



Sources : Bloomberg Finance L.P. et calculs de la BCE.

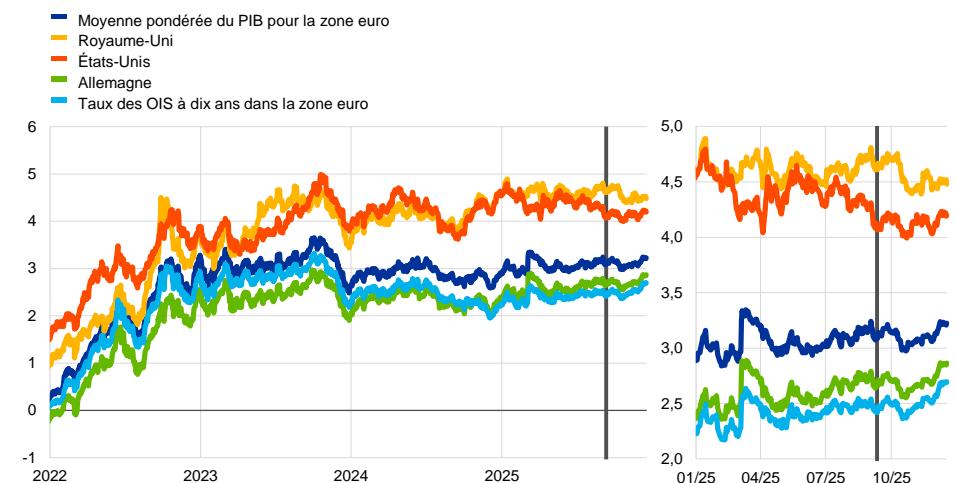
Note : La courbe à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

**Les rendements des obligations souveraines à long terme ont terminé la période sous revue en hausse, tandis que les écarts de rendement par rapport aux taux sans risque se sont resserrés (graphiques 15 et 16).** Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a augmenté de 14 points de base au cours de la période sous revue, pour s'établir à 3,2 % environ. Les écarts de rendement des obligations souveraines par rapport aux taux sans risque des OIS se sont resserrés, reflétant une forte appétence pour le risque dans les différentes catégories d'actifs et une réévaluation favorable, par les marchés, des perspectives budgétaires de certains pays tels que l'Espagne et l'Italie. Les rendements souverains français ont affiché des performances comparables à celles des autres pays de la zone euro, avec l'atténuation de l'incertitude politique en France. Dans le même temps, une baisse de la notation de crédit souverain de la France n'a entraîné qu'une brève réaction des marchés financiers. La dispersion entre pays des écarts de rendement souverains par rapport aux taux sans risque a baissé tout au long de la période sous revue, s'établissant à des niveaux historiquement bas.

## Graphique 15

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

(en pourcentage annuel)



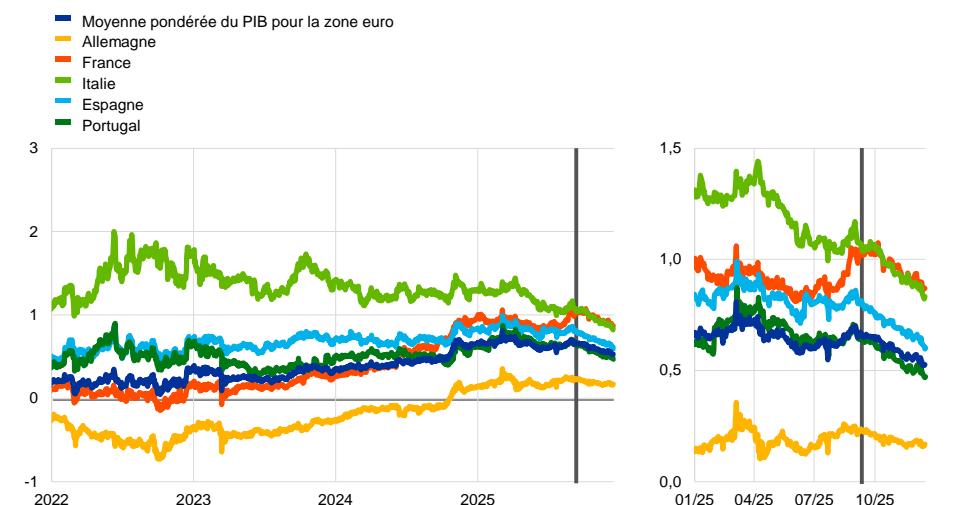
Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 septembre 2025). Les dernières observations se rapportent au 17 décembre 2025.

## Graphique 16

Écarts de rendements des obligations souveraines à dix ans par rapport au taux OIS à dix ans fondé sur l'€STR

(points de pourcentage)



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 septembre 2025). Les dernières observations se rapportent au 17 décembre 2025.

**Les indices boursiers de la zone euro ont progressé au cours de la période sous revue, malgré des difficultés temporaires reflétant des craintes**

**concernant les valorisations des entreprises de l'IA (graphique 17).** Au cours de la période sous revue, les indices boursiers de la zone euro ont augmenté de 4,9 %, le sous-indice relatif aux sociétés non financières (SNF) ayant progressé de 4 % et celui relatif aux cours des actions bancaires de 10,6 %. Dans la zone euro, les

actions du secteur financier ont augmenté en raison d'une hausse persistante des valorisations sur les marchés d'actions, soutenues par des bilans solides et une rentabilité élevée. Les indices boursiers américains se sont renforcés de 1,3 % environ, avec des hausses de 1,5 % pour les SNF et de 6,8 % pour les banques. L'indice large relatif aux sociétés financières américaines a augmenté de 1,1 %. Malgré les hausses globales dans la zone euro comme aux États-Unis, l'inquiétude des investisseurs concernant les valorisations des actions des entreprises de l'IA américaines ont déclenché une période de liquidation en novembre. Toutefois, par la suite, les rapports sur les bénéfices robustes provenant de certaines des plus grandes entreprises de l'IA ont contribué à atténuer ces craintes. Globalement, les actions de la zone euro ont affiché de meilleures performances que celles des États-Unis, en raison en partie des réserves du marché quant aux valorisations élevées, de baisses des niveaux de liquidité et d'interdépendances croissantes entre les entreprises de l'IA aux États-Unis.

**Graphique 17**  
Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis



Sources : LSEG et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 septembre 2025). Les dernières observations se rapportent au 17 décembre 2025.

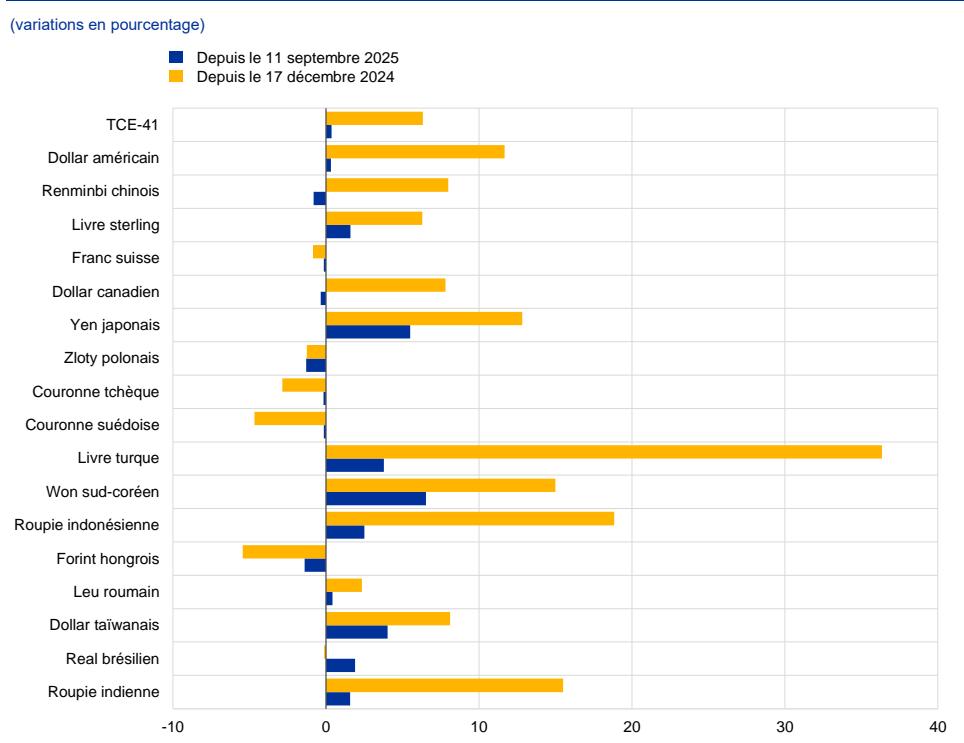
**Sur les marchés des obligations d'entreprises, les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) et à rendement élevé (*high-yield*) se sont encore resserrés et s'inscrivent actuellement à des niveaux historiquement bas.**

L'appétence pour le risque est demeurée élevée sur la période sous revue et a alimenté des conditions de financement favorables sur les marchés des obligations d'entreprises, les écarts de rendements au sein des compartiments bien notés et à rendement élevé se resserrant d'environ 2 et 15 points de base, respectivement. Les écarts de rendement des obligations bien notées ont baissé de 4 points de base pour les SNF et sont restés globalement inchangés pour les sociétés financières. Au sein du compartiment à rendement élevé, les écarts de rendement ont diminué de 19 points de base pour les SNF et ont augmenté d'environ 35 points de base pour les sociétés financières.

**Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré stable vis-à-vis du dollar américain, ainsi qu'en termes pondérés des échanges commerciaux**

**(graphique 18).** Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies de 41 des principaux partenaires commerciaux de la zone euro, est resté stable (+0,4 %). Cette stabilité reflète une compensation des mouvements de change vis-à-vis de différents partenaires commerciaux. En particulier, l'euro s'est apprécié par rapport au yen japonais (+5,5 %) et à la livre sterling (+1,6 %), ce qui reflète les incertitudes entourant les perspectives en matière de politique budgétaire et monétaire au Japon et au Royaume-Uni. Les tensions à la hausse sur l'euro ont été compensées par une dépréciation vis-à-vis du renminbi chinois (-0,8 %) et du zloty polonais (-1,3 %). L'euro est demeuré stable par rapport au dollar américain (+0,3 %) et a oscillé autour de sa moyenne historique de 1,18 au cours de la période sous revue, le renforcement significatif observé plus tôt dans l'année s'étant stabilisé. Cette stabilité reflète des évolutions macroéconomiques meilleures que prévu dans la zone euro comme aux États-Unis, ainsi que des anticipations globalement inchangées s'agissant de la politique monétaire.

**Graphique 18**  
Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies de 41 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 17 décembre 2025.

## 5

## Conditions de financement et évolutions du crédit

*Les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises ont été globalement stables depuis l'été, après avoir diminué à la suite des précédentes baisses des taux directeurs de la BCE. En octobre, les taux d'intérêt moyens appliqués aux nouveaux crédits aux entreprises et aux nouveaux prêts hypothécaires sont demeurés à 3,5 % et 3,3 %, respectivement. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages s'est de nouveau accélérée mais est restée modérée dans l'ensemble. Au cours de la période sous revue allant du 11 septembre au 17 décembre 2025, le coût de l'endettement de marché et du financement par émission d'actions a augmenté, sous l'effet de taux sans risque plus élevés. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) est resté inchangé à 2,8 % en octobre.*

**Les coûts de financement des banques sont demeurés globalement stables en octobre 2025.** Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro s'est établi à 1,5 % en octobre (graphique 19, partie a). Les rendements des obligations bancaires sont restés proches de 3 %, comme l'indiquent les données disponibles à la mi-décembre (graphique 19, partie b). Les taux d'intérêt sur les dépôts à vue et les dépôts remboursables avec un préavis, ainsi que les taux interbancaires, ont peu évolué en octobre, tandis que ceux sur les dépôts à terme pour les ménages ont légèrement augmenté. L'écart entre les taux d'intérêt des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue pour les entreprises comme pour les ménages est resté globalement inchangé en octobre. Le taux de dépôt composite est resté stable à 0,9 % en octobre, environ 60 points de base au-dessous de son pic de mai 2024.

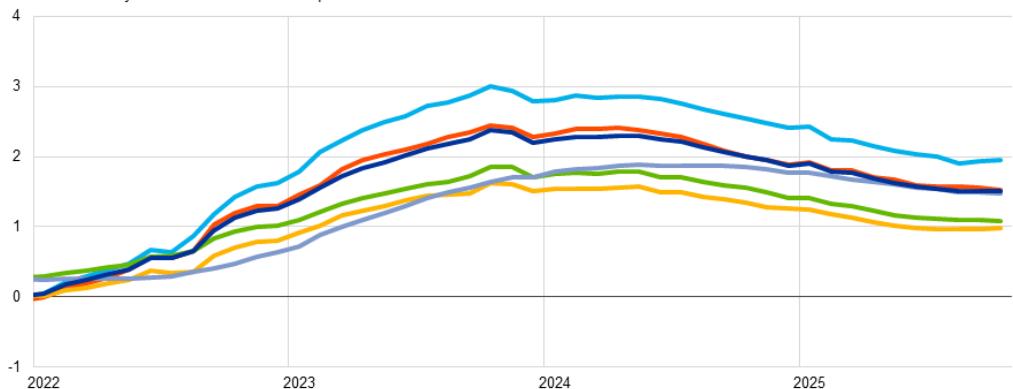
## Graphique 19

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

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

(pourcentages annuels)

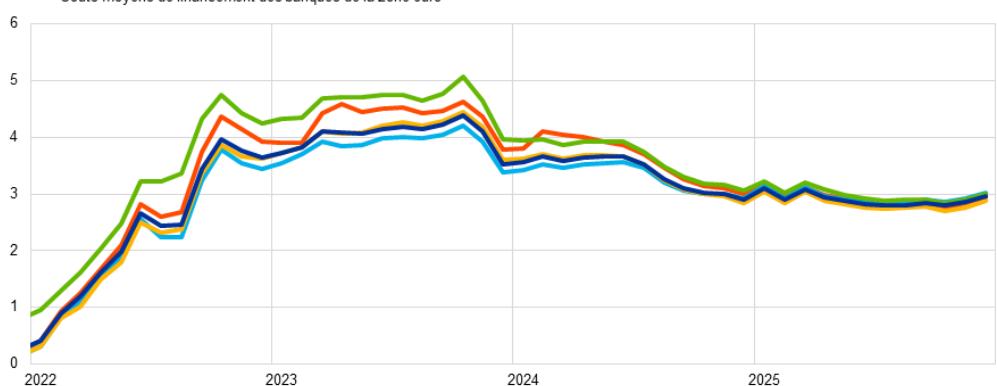
- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne
- Coûts moyens de financement des banques de la zone euro



### b) Rendements des obligations bancaires

(pourcentages annuels)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne
- Coûts moyens de financement des banques de la zone euro



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

Notes : Les coûts composites du financement des banques correspondent à une moyenne des coûts des nouveaux contrats pour les dépôts à vue, les dépôts remboursables avec un préavis, les dépôts à terme, les obligations et les emprunts interbancaires, pondérés par leurs encours respectifs. Les coûts moyens de financement des banques utilisent les mêmes pondérations, mais sont fondés sur les taux de l'encours de dépôts et du financement interbancaire, et sur le rendement à l'échéance lors de l'émission pour les obligations. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à octobre 2025 pour le coût composite du financement par endettement des banques (partie a) et au 17 décembre 2025 pour les rendements des obligations bancaires (partie b).

**Les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages se sont stabilisés depuis septembre, dans un contexte de taux directeurs inchangés et d'évolution limitée des taux à long terme.** Le coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières (SNF) est resté inchangé à 3,5 %, en octobre 2025, soit environ 1,8 point de pourcentage de moins que son pic d'octobre 2023, avec de légères variations entre les principaux pays de la zone euro (graphique 20, partie a). L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant et de montant

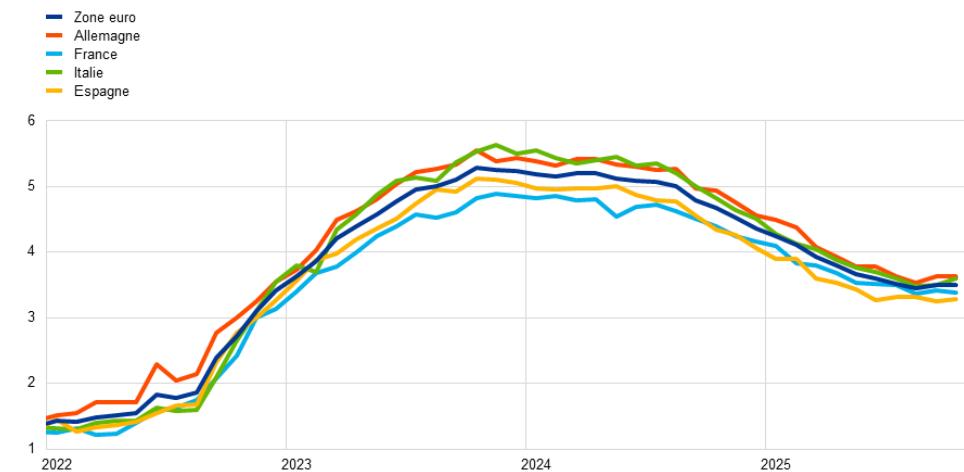
élevé consentis aux entreprises est resté globalement stable en octobre, avec des évolutions inégales entre les principales économies de la zone euro. Le coût d'emprunt pour les prêts au logement consentis aux ménages est resté inchangé, s'inscrivant à 3,3 % en octobre, environ 70 points de base au-dessous de son pic de novembre 2023, avec de légères variations entre les principaux pays de la zone euro (graphique 20, partie b). L'écart entre les taux débiteurs consentis aux ménages et ceux appliqués aux entreprises, qui avait atteint un pic à 140 points de base en mars 2024, est demeuré stable à 20 points de base. La taille de cet écart reflète principalement le fait que les prêts aux ménages sont généralement assortis de périodes de fixation des taux plus longues dans de nombreux pays de la zone euro, ce qui les rend moins sensibles aux fluctuations des taux de marché à court terme.

## Graphique 20

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

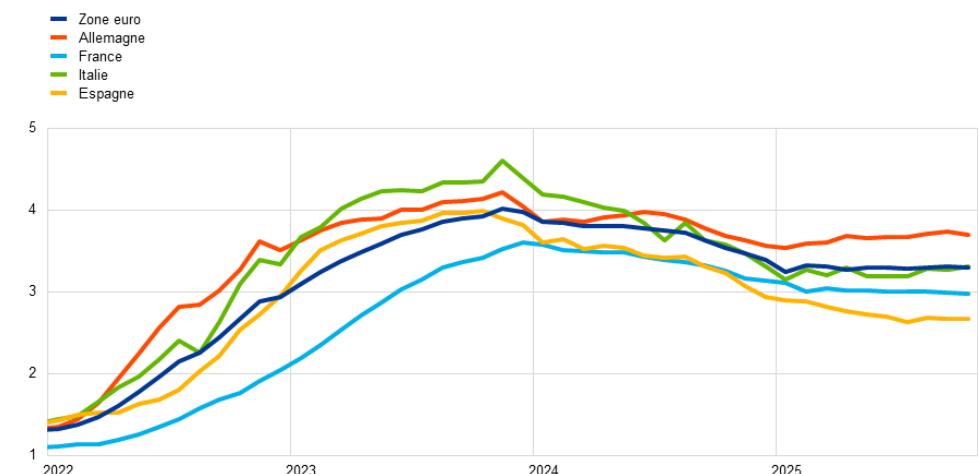
### a) Taux sur les prêts consentis aux SNF

(pourcentages annuels)



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

(pourcentages annuels)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

**Au cours de la période sous revue allant du 11 septembre au 17 décembre 2025, le coût de l'endettement de marché et du financement par émission d'actions a augmenté.** Le coût total du financement pour les SNF – le coût composite de l'endettement bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – est resté stable à 5,7 % en octobre, sans changement par rapport au mois précédent (graphique 21)<sup>8</sup>. Cette stabilité reflète une augmentation du coût du financement par fonds propres qui a été largement contrebalancée par une baisse

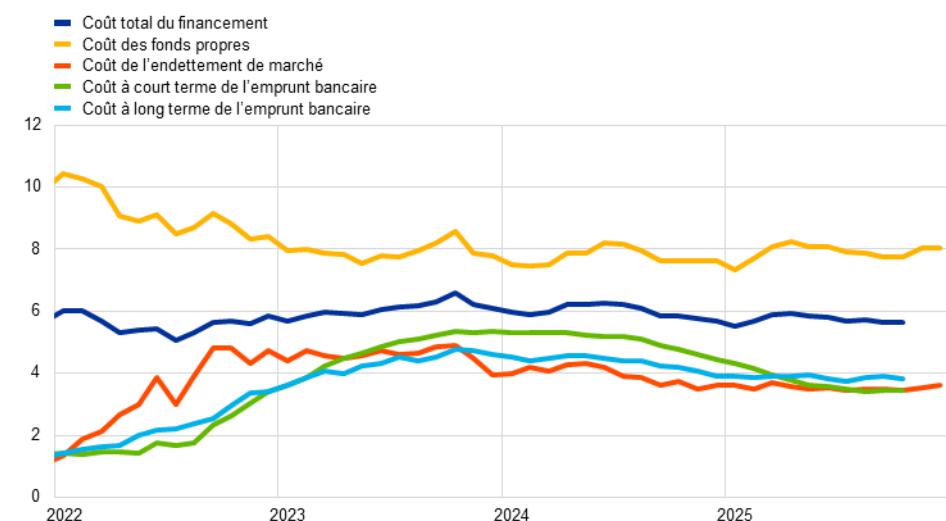
<sup>8</sup> En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à octobre 2025.

du coût de l'endettement de marché observée en octobre par rapport au mois précédent. En parallèle, le coût de l'emprunt auprès des banques est resté pratiquement inchangé. Les données quotidiennes pour l'ensemble de la période sous revue, du 11 septembre au 17 décembre 2025, montrent une évolution à la hausse à la fois du coût du financement par endettement de marché et, dans une moindre mesure, du coût du financement par fonds propres. L'augmentation du coût du financement par endettement de marché s'explique par le déplacement vers le haut des taux sans risque, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont légèrement diminué. De même, la hausse du taux sans risque, approximée par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans, a entraîné une augmentation du coût des fonds propres, malgré une légère diminution de la prime de risque sur les actions.

### Graphique 21

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières est fondé sur des données mensuelles et calculé comme une moyenne pondérée des coûts à court et à long terme de l'emprunt auprès des banques (données moyennes mensuelles), de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), sur la base de leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 17 décembre 2025 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à octobre 2025 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

**La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages est demeurée modérée et inférieure aux moyennes historiques.** Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises s'est établi à 2,9 % en octobre 2025, sans changement par rapport à septembre. Ce taux avait progressivement augmenté depuis début 2025 mais reste inférieur à sa moyenne historique de 4,3 % (graphique 22, partie a). En octobre, la croissance annuelle du financement par endettement des entreprises a légèrement augmenté, ressortant à 3,2 % mais reste bien inférieure à sa moyenne historique de 4,8 %. L'enquête de la BCE d'octobre 2025 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro révèle une aversion au risque accrue parmi les banques. L'enquête indique un léger durcissement net inattendu des critères d'octroi de prêts aux entreprises et une augmentation nette modérée de la demande de nouveaux prêts, qui est toutefois

restée globalement faible. Les prêts aux ménages ont continué de se redresser progressivement, avec un taux de croissance annuel atteignant 2,8 % en octobre, après 2,6 % en septembre, toujours nettement inférieur à sa moyenne historique de 4,1 % (graphique 22, partie b). Les prêts au logement consentis aux ménages et la croissance du crédit à la consommation ont soutenu cette tendance à la hausse. Les autres formes de prêts aux ménages, y compris les prêts aux entrepreneurs individuels, sont demeurés faibles. Selon [l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#) la plus récente, les ménages ont perçu un léger durcissement des conditions d'accès au crédit en octobre, même s'ils s'attendent à ce qu'elles restent stables au cours des douze prochains mois. Le rythme encore relativement modéré de la croissance des prêts reflète en partie le niveau élevé d'incertitude concernant les politiques économiques mondiales. Ce facteur a été particulièrement présent au premier semestre 2025, résultant entre autres de l'évolution de la politique commerciale aux États-Unis<sup>9</sup>.

---

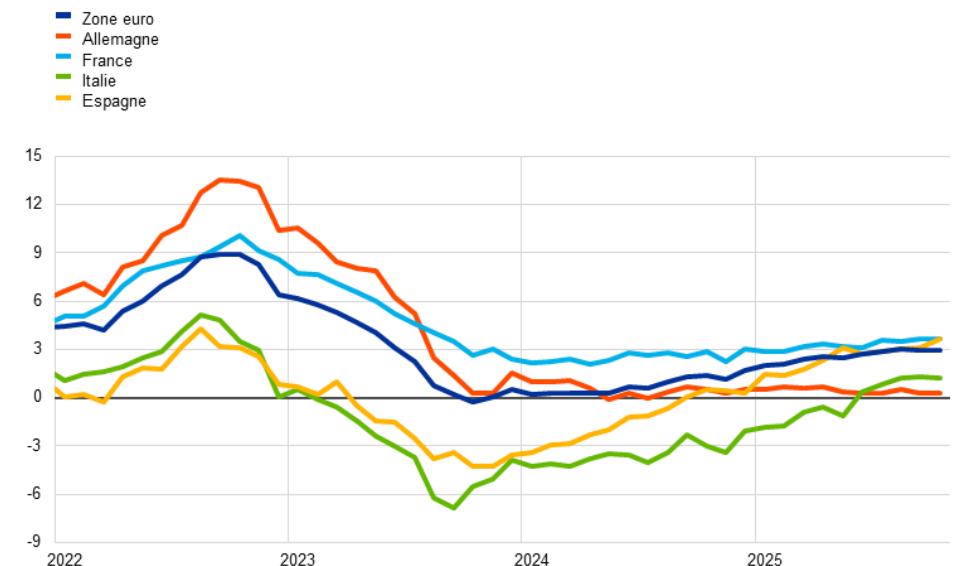
<sup>9</sup> Cf. « [More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#) », *Le blog de la BCE*, 2 octobre 2025.

## Graphique 22

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

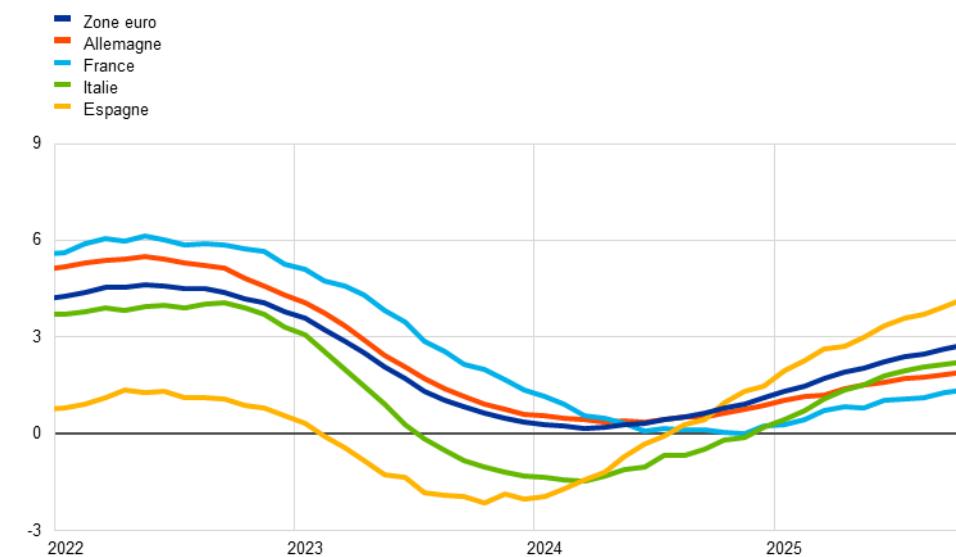
### a) Prêts des IFM aux SNF

(variations annuelles en pourcentage)



### b) Prêts des IFM aux ménages

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

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

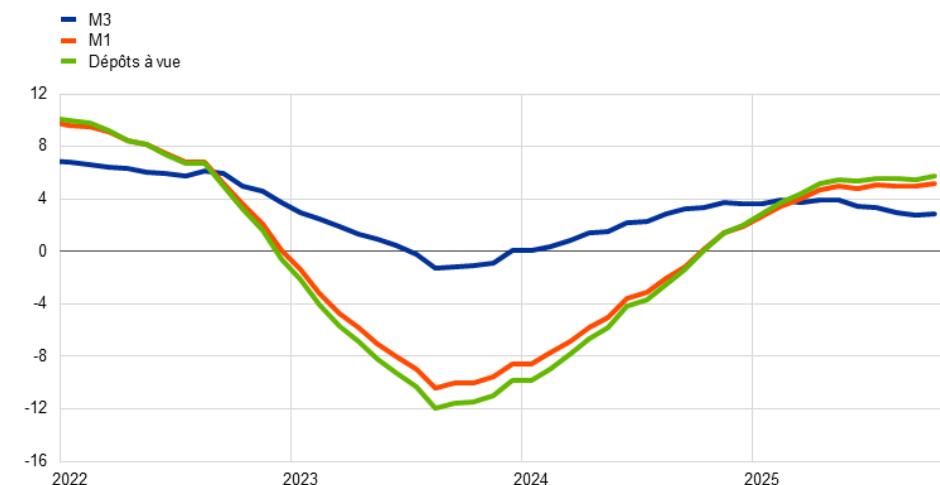
**La croissance annuelle de l'agrégat monétaire large (M3) s'est stabilisée en octobre, soutenue par la dynamique stable des dépôts et des prêts consentis aux ménages et aux entreprises (graphique 23).** Le ralentissement progressif de la croissance de M3 observé depuis février 2025 a marqué le pas en octobre, la croissance annuelle de M3 demeurant inchangée à 2,8 %. Ce taux est nettement inférieur à celui de 4 % atteint au cours de la première partie de 2025 et à sa

moyenne de long terme de 6,1 %. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui comprend les composantes les plus liquides de M3, a augmenté à un rythme relativement stable, à 5,2 % en octobre après 5,0 % en septembre. La croissance de M1 a continué de s'expliquer par les dépôts à vue, reflétant une forte préférence pour les actifs liquides parmi les entreprises et les ménages. S'agissant des contreparties, les prêts aux ménages et aux entreprises ont continué à contribuer de manière modérée à la création monétaire. Les entrées monétaires nettes en provenance de l'étranger semblent s'être essoufflées et être devenues plus volatiles par rapport à 2024. Les achats d'obligations d'État par les banques ont soutenu la croissance monétaire dans un environnement d'offre robuste d'obligations. Cela est intervenu dans un contexte de contraction continue du bilan de l'Eurosystème, avec une réduction passive des portefeuilles du programme d'achats d'actifs et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie qui 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 octobre 2025.

## 6

## Évolutions budgétaires

*D'après les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro reviendrait de 3,1 % du PIB en 2024 à 3,0 % du PIB en 2025, augmenterait en 2027 pour ressortir à 3,5 % du PIB, avant de se modérer, à 3,4 %, en 2028. Reflétant largement cette trajectoire, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait se resserrer quelque peu en 2025, se relâcher en 2026 et se durcir à nouveau en 2027 et en 2028. Les hypothèses et les projections relatives à la politique budgétaire restent cependant entourées d'un degré élevé d'incertitude<sup>10</sup>. La Commission européenne a adopté son paquet d'automne 2026 et s'attend à ce que la majorité des États membres respectent leurs engagements ou présentent un risque limité de non-conformité, compte tenu de l'activation de la clause de sauvegarde nationale. Dans le même temps, il convient de saluer l'expansion des investissements financés par les États membres dans l'ensemble de la zone euro. Les gouvernements devraient cibler en priorité la soutenabilité des finances publiques, les investissements stratégiques et les réformes structurelles propices à la croissance.*

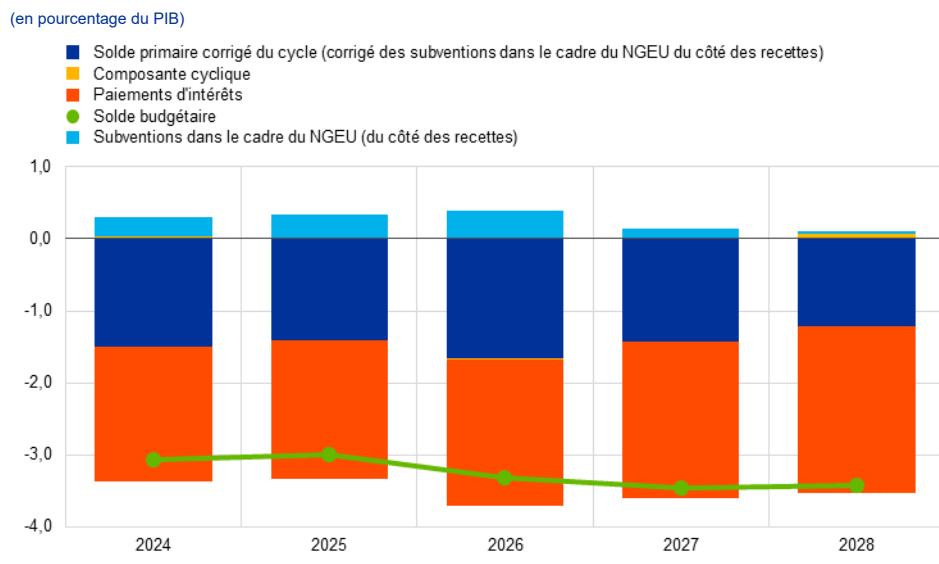
**D'après les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait progressivement s'améliorer sur l'horizon de projection (graphique 24)**<sup>11</sup>. Après un léger repli attendu en 2025, le déficit budgétaire de la zone euro devrait se creuser assez fortement, à 3,5 % du PIB en 2027, et ne s'atténuer qu'à peine pour s'établir à 3,4 % du PIB en 2028. Cette augmentation reflète l'alourdissement des paiements d'intérêts (passés de 1,9 % du PIB en 2024 à 2,3 % en 2028), qui n'est compensé qu'à la marge par l'incidence du cycle économique. Par conséquent, la composante cyclique demeure généralement neutre sur l'horizon de projection, devenant légèrement positive en 2028, et le solde primaire corrigé du cycle reste globalement inchangé – en tenant compte des subventions au titre du plan *Next Generation EU* (NGEU). En comparaison des projections de septembre 2025 établies par les services de la BCE, la trajectoire du solde budgétaire attendue a été revue quelque peu à la baisse sur l'intervalle 2025-2027, principalement sous l'effet du solde primaire corrigé du cycle, qui compense plus que largement la légère amélioration de la composante conjoncturelle.

<sup>10</sup> Les plans budgétaires de certains grands pays de la zone euro ne sont pas encore achevés ou sont déjà obsolètes compte tenu de la situation politique actuelle.

<sup>11</sup> Pour plus de détail, cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2025](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 18 décembre 2025.

## Graphique 24

### Solde budgétaire et ses composantes



Sources : Calculs de la BCE et [projctions macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, décembre 2025](#).

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

**L'orientation budgétaire de la zone euro, qui s'est légèrement resserrée en 2025, devrait se relâcher en 2026 et se durcir à nouveau en 2027 et en 2028<sup>12</sup>.** La variation annuelle du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des subventions accordées aux pays dans le cadre du programme NGEU, laisse entrevoir un modeste durcissement au cours des prochaines années, hormis en 2026. Le resserrement observé en 2025 tient principalement à des mesures discrétionnaires en matière de recettes, en ce compris des relèvements des cotisations de sécurité sociale et, dans une moindre mesure, des augmentations d'impôts directs et indirects. Ces hausses ont été partiellement compensées par une croissance continue des dépenses publiques. En 2026, l'orientation budgétaire devrait s'assouplir, à la faveur principalement de l'accroissement des investissements publics. En 2027, l'assainissement serait contrebalancé (à la suite de l'expiration du financement au titre du NGEU, entre autres facteurs) par des mesures de relance dans de nombreux pays, en particulier en Allemagne. En outre, des dépenses financées par le NGEU qui ont été différées, principalement en Espagne et en Italie, atténueraient le resserrement de l'orientation budgétaire en 2027. En 2028, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait continuer de se durcir, mais à un rythme un peu plus lent qu'en 2027. Ce modeste resserrement masquerait toutefois l'hétérogénéité entre les pays, le relâchement marqué prévu en Allemagne compensant un resserrement significatif en France, en Espagne et en Italie. Dans ces deux derniers pays, le durcissement s'expliquerait en grande partie

<sup>12</sup> 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.

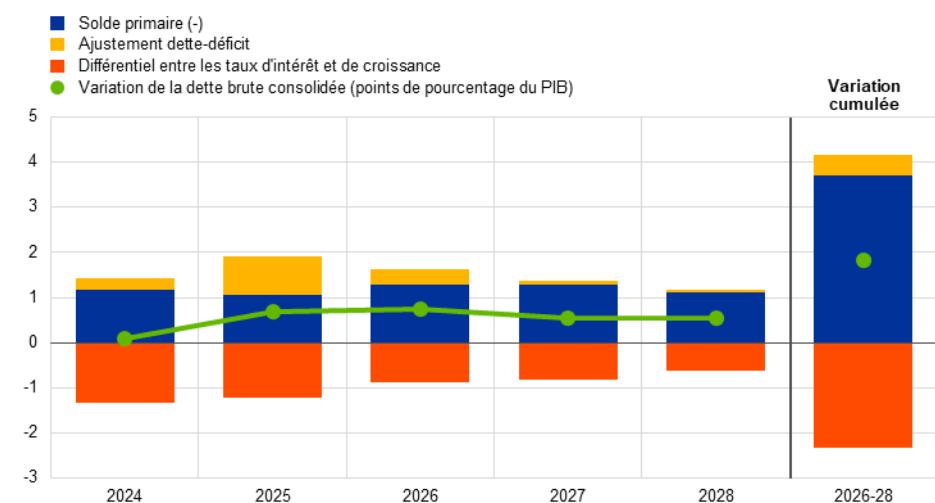
par le niveau plus faible des dépenses, en particulier en matière de transferts en capital et d'investissements précédemment financés par le plan NGEU.

**Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait suivre une trajectoire ascendante (graphique 25).** Le ratio dette/PIB de la zone euro devrait passer de 86,6 % en 2024 à 89,2 % en 2028, les effets favorables, bien qu'en recul, des différentiels entre les taux d'intérêt et la croissance étant plus que contrebalancés par les déficits primaires et les ajustements dette-déficit positifs. Par rapport aux projections de septembre 2025, la trajectoire de la dette publique a été revue à la baisse. Cette révision à la baisse reflète les effets de base des révisions statistiques de 2024 et des différentiels plus favorables entre les taux d'intérêt et la croissance.

### Graphique 25

#### Facteurs déterminants de la variation de la dette publique dans la zone euro

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, décembre 2025.

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

**Le 25 novembre, la Commission européenne a adopté son paquet d'automne 2026, qui définit les priorités en matière de politique économique et d'emploi.** Ce paquet contient l'évaluation par la Commission de la conformité des États membres de l'UE avec le cadre budgétaire de l'UE et fournit des orientations pour leurs politiques budgétaires en 2026. Il comprend également l'évaluation par la Commission des projets de plans budgétaires des pays de la zone euro pour 2026. Tous les pays de la zone euro n'ont cependant pas soumis leur plan à la Commission, du fait principalement de leur cycle électoral<sup>13</sup>. Il est encourageant de constater que, d'après l'analyse de la Commission, une majorité d'États membres devraient respecter leurs engagements ou présenter un risque limité de non-conformité, compte tenu de l'activation de la clause dérogatoire nationale. Il convient aussi de saluer l'expansion des investissements financés par les États membres dans l'ensemble de la zone euro. Les gouvernements devraient accorder la priorité à

<sup>13</sup> La Belgique et l'Espagne doivent encore soumettre leur projet de plan budgétaire. L'Autriche a présenté en mai un projet de plan budgétaire couvrant les années 2025 et 2026, que la Commission a jugé conforme aux dispositions du pacte de stabilité et de croissance.

des publiques soutenables, à des investissements stratégiques et à des réformes structurelles propices à la croissance.

# Encadrés

## 1 La Bulgarie adopte l'euro

Matteo Falagiarda, Christine Gartner et Steffen Osterloh

**La Bulgarie a adopté l'euro le 1er janvier 2026, devenant ainsi le vingt-et-unième membre de la zone euro.** Les évaluations figurant dans les derniers rapports sur la convergence de la Commission européenne (2025) et de la Banque centrale européenne (BCE, 2025) ont ouvert la voie à l'adoption de l'euro par la Bulgarie et ainsi à un nouvel élargissement de la zone euro depuis l'adhésion de la Croatie en 2023<sup>1</sup>. Le 8 juillet 2025, le Conseil de l'Union européenne a formellement approuvé l'adhésion de la Bulgarie à la zone euro et a fixé le taux de conversion du lev bulgare à 1,95583 levs pour 1 euro. Ce taux correspond au cours pivot du lev pendant la période où le pays a participé au mécanisme de change européen (MCE II)<sup>2</sup>. L'adoption de l'euro par la Bulgarie démontre que l'adhésion à la zone euro demeure une perspective intéressante en période d'incertitude élevée et de tensions géopolitiques.

**La Bulgarie est bien intégrée à la zone euro via des liens commerciaux et financiers.** Le pays compte environ 6,5 millions d'habitants et son PIB représente près de 0,7 % du PIB de la zone euro. Sa structure économique est globalement semblable à celle de la zone euro dans son ensemble, l'industrie (y compris la construction) et les services contribuant pour environ 29 % et 68 %, respectivement, à la valeur ajoutée brute, contre 26 % et 72 % environ dans la zone euro. La zone euro est le principal partenaire commercial et financier de la Bulgarie (graphique A, partie a). Avant d'adopter l'euro, son économie présentait un degré d'euroïsation relativement élevé. Environ 70 % de la dette publique, ainsi qu'une part significative de la dette des sociétés non financières, étaient déjà libellés en euros, reflétant la composition en devises de l'épargne des ménages et des actifs liquides des entreprises, qui sont largement détenus sous forme de dépôts (graphique A, partie b). Pendant plus de 25 ans, la politique monétaire de la Bulgarie a été alignée sur celle de la BCE par le biais de son dispositif de caisse d'émission, qui a maintenu un taux de change fixe BGN/EUR. Le degré élevé d'intégration de la Bulgarie dans la zone euro se reflète dans le fait que son cycle conjoncturel s'est nettement aligné sur celui de la zone euro pendant les quinze ans précédant l'adoption de l'euro par le pays. En outre, les banques détenues par des institutions financières domiciliées dans d'autres pays de la zone euro jouent un rôle prépondérant dans le système bancaire bulgare.

<sup>1</sup> Cf. Falagiarda et Gartner (2022).

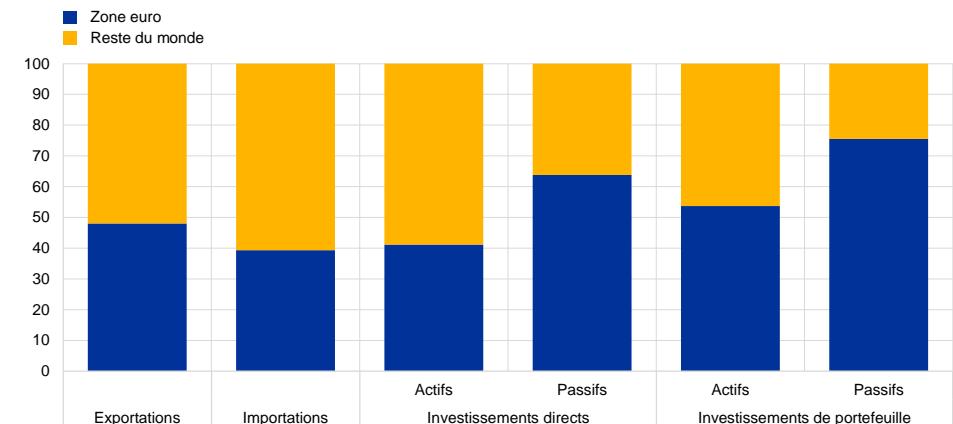
<sup>2</sup> Cf. Dorrucci *et al.* (2020).

## Graphique A

### Liens financiers de la Bulgarie avec la zone euro

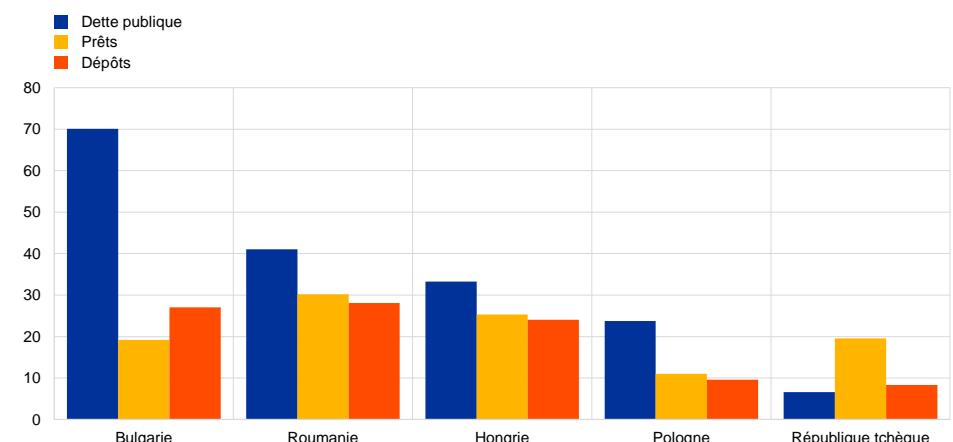
#### a) Liens commerciaux et financiers

(en pourcentage du total)



#### b) Part de la dette publique, des prêts et des dépôts libellée en euro

(en pourcentage du total)



Sources : BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : les données se rapportent à 2024. Les exportations et les importations concernent uniquement les échanges de biens. Partie b) : les données correspondent aux encours de prêts et de dépôts concernant les secteurs privés nationaux (autres que les institutions financières monétaires) à fin octobre 2025 et au stock de dette publique à fin 2024.

**Comme les autres pays ayant adopté l'euro, la Bulgarie devrait bénéficier de coûts de transaction et d'emprunt plus bas.** Compte tenu du niveau élevé d'intégration de la Bulgarie dans la zone euro et de son engagement à poursuivre des politiques budgétaires, structurelles et financières solides, l'adoption de l'euro devrait lui apporter un certain nombre d'avantages économiques, dont : a) un accroissement du commerce extérieur et de l'investissement résultant de coûts de transaction plus bas ; b) une amélioration de la transparence et de la comparabilité des prix ; et c) une plus grande confiance des investisseurs<sup>3</sup>. L'économie devrait également bénéficier de coûts d'emprunt plus faibles du fait du bon ancrage des anticipations d'inflation et de coûts de réglementation réduits pour les banques, tels qu'une diminution des réserves obligatoires. En outre, l'adoption de l'euro par la

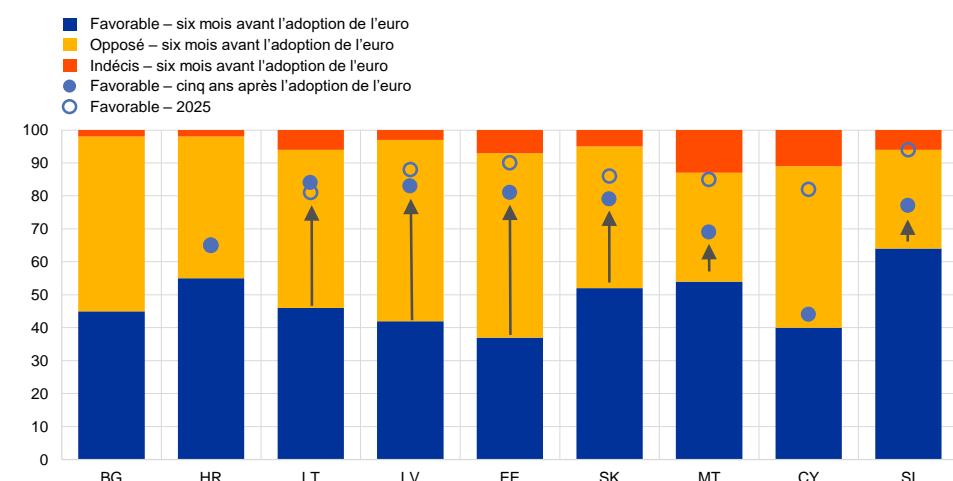
<sup>3</sup> Certains de ces avantages ressortent déjà clairement des récentes améliorations de la notation de crédit de la Bulgarie.

Bulgarie lui permet de participer au processus décisionnel de la zone euro et de définir des politiques économiques pertinentes.

**Les coûts et risques associés à l'adoption de l'euro devraient être mineurs et largement ponctuels.** S'agissant d'un pays qui rejoint la zone euro, les principales sources d'inquiétude sont les coûts liés au passage à l'euro et la possibilité de hausses injustifiées des prix lorsque ceux-ci sont convertis en euros<sup>4</sup>. Pour apaiser ces inquiétudes, les autorités bulgares ont mis en œuvre plusieurs mesures, notamment un suivi renforcé des prix et des inspections visant à lutter contre les pratiques abusives, ainsi qu'une longue période obligatoire pour le double affichage des prix, qui a débuté le 8 août 2025 et qui s'achèvera le 8 août 2026. Néanmoins, le soutien du public à l'adoption de l'euro en Bulgarie reste relativement faible dans un contexte de craintes de hausses des prix. Cela a également été le cas pour les précédents passages à l'euro, le soutien augmentant généralement par la suite (graphique B)<sup>5</sup>. Compte tenu du niveau élevé d'intégration économique et financière de la Bulgarie dans la zone euro et de l'ancienneté du taux de change fixe BGN/EUR, la perte de flexibilité du taux de change en tant qu'outil de stabilisation est pratiquement sans conséquence.

### Graphique B Attitudes à l'égard de l'euro

(en pourcentage du total)



Source : Commission européenne (Eurobaromètre).

Notes : Les barres représentent les réponses à la question « De manière générale, êtes-vous personnellement plutôt favorable ou opposé à l'idée d'introduire l'euro dans votre pays ? » de l'enquête Eurobaromètre intitulée « Introduction de l'euro dans les États membres n'ayant pas encore adopté la monnaie commune ». Les points remplis montrent les réponses à la question « Êtes-vous davantage favorable ou opposé à une union économique et monétaire européenne dotée d'une monnaie unique, l'euro ? » dans l'Eurobaromètre standard d'automne (printemps 2025 pour la Croatie). Les points vides indiquent les réponses à la même question dans l'Eurobaromètre standard du printemps 2025.

**Depuis son adhésion à l'UE en 2007, la Bulgarie a accompli des progrès significatifs en matière de convergence vers la zone euro.** Les déséquilibres macroéconomiques excessifs qui existaient avant la pandémie de COVID-19 – tels qu'une position extérieure négative, des fragilités dans le secteur financier et un

<sup>4</sup> Pour plus de détails concernant l'impact estimé sur les prix du passage à l'euro en Croatie et lors des précédents passages à l'euro, cf. Falagiarda *et al.* (2023).

<sup>5</sup> Cf. également Dreher et Hernborg (2025).

endettement élevé des entreprises – ont été progressivement corrigés par des mesures crédibles et des politiques budgétaires prudentes. La Bulgarie a également réalisé des progrès notables en matière de convergence en termes réels : son PIB par habitant, équivalent à 35 % environ de la moyenne de la zone euro en 2006 a légèrement dépassé 60 % en 2025 (graphique C, partie a). En outre, le pays est parvenu à une plus grande intégration financière, le cadre de coopération étroite (établissement en 2020) contribuant à la fois à aligner les normes prudentielles sur celles de la zone euro et à renforcer la stabilité financière.

**L'économie bulgare a relativement bien résisté aux chocs récents, mais des risques continuent de peser sur la convergence de l'inflation.** L'économie bulgare s'est montrée résiliente tout au long de la pandémie et face aux récentes flambées des prix de l'énergie et aux tensions géopolitiques. Néanmoins, du fait de sa petite taille et de son ouverture, elle reste exposée à des chocs externes<sup>6</sup>. L'inflation reste vulnérable aux fluctuations des prix externes en raison de la forte intensité énergétique de la production et de la part importante de l'énergie et des produits alimentaires dans la consommation des ménages<sup>7</sup>. Une forte dynamique des salaires et du crédit – bien que se modérant – pose des risques à la hausse supplémentaires. Sur le long terme, les niveaux de revenus et de prix relativement bas de la Bulgarie, par rapport aux autres pays ayant adopté l'euro (graphique C, partie b), suggèrent que la convergence réelle et nominale se poursuivra probablement.

---

<sup>6</sup> Cf. par exemple, Bijsterbosch *et al.* (2025).

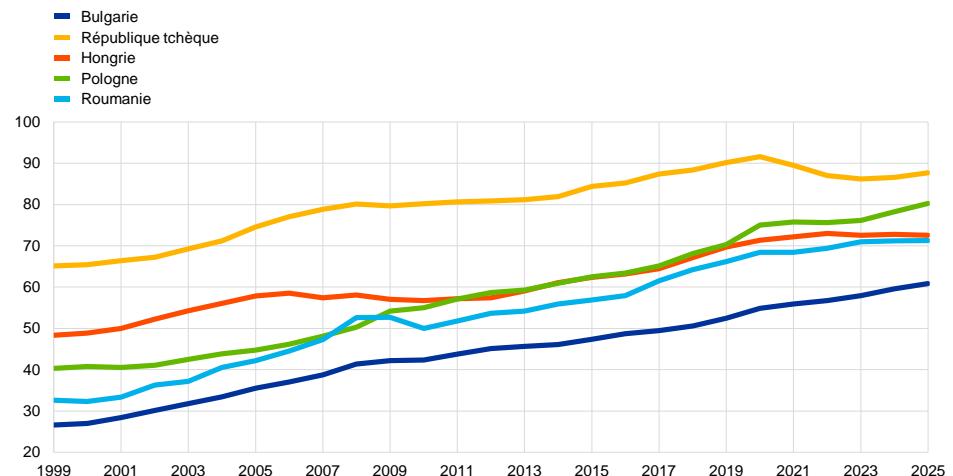
<sup>7</sup> Cf. Falagiarda (2024) pour plus de détails sur les raisons et les implications de l'inflation élevée ces dernières années dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) de la zone euro, dont les économies présentent des caractéristiques structurelles semblables à celles des économies des PEKO n'appartenant pas à la zone euro, telles que la Bulgarie.

## Graphique C

PIB en volume par habitant par rapport à la moyenne de la zone euro

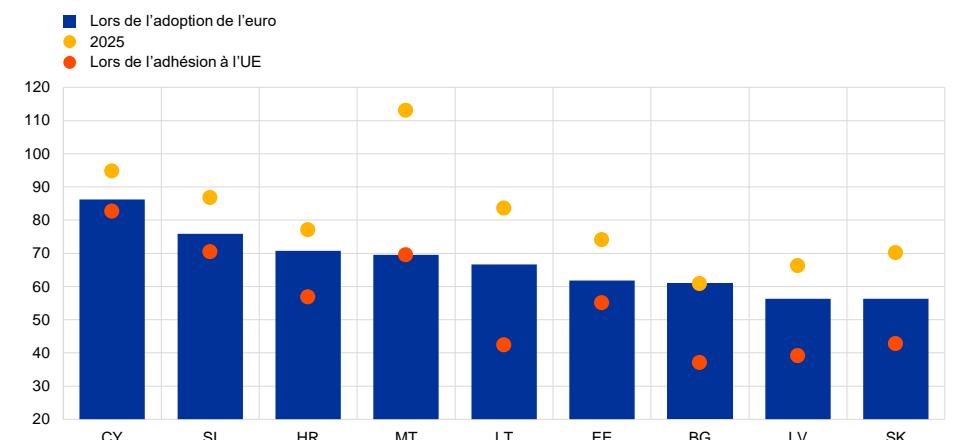
### a) Évolution dans le temps et par rapport aux pairs régionaux

(indice : zone euro = 100)



### b) Par rapport aux autres pays ayant adopté l'euro

(indice : zone euro = 100)



Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le PIB en volume par habitant est exprimé en unités de pouvoir d'achat. Les données relatives à 2025 sont tirées des prévisions économiques de l'automne 2025 de la Commission européenne. Partie b) : les barres bleues représentent le PIB en volume par habitant l'année précédant l'adoption de l'euro (par exemple, 2007 pour Chypre et 2025 pour la Bulgarie) par rapport à la moyenne de la zone euro (ZE20). Les points rouges représentent le PIB en volume par habitant au cours de l'année précédant l'adhésion à l'UE (par exemple, 2003 pour Chypre et 2006 pour la Bulgarie) par rapport à la moyenne de la ZE20, tandis que les points jaunes représentent le niveau estimé pour 2025 par rapport à la moyenne de la ZE20.

**La Bulgarie a conservé un bilan budgétaire solide, mais pourrait être soumise à des pressions pour augmenter ses niveaux relativement bas de dépenses publiques.** Dans le cadre du dispositif de caisse d'émission, le pays a enregistré des excédents budgétaires sur 13 des 27 dernières années, a maintenu son ratio de dette bien au-dessous de 60 % du PIB (23,8 % en 2024, le deuxième plus bas de l'UE) et, à partir de 2012, a évité de faire l'objet d'une procédure de déficit excessif. Ces solides résultats budgétaires ont été confortés par une politique budgétaire prudente, qui était nécessaire pour préserver la crédibilité du dispositif de caisse d'émission. Avec l'adoption de l'euro par la Bulgarie et la dissipation des contraintes liées au dispositif de caisse d'émission, les incitations en matière de politique

budgétaire pourraient évoluer. S'il devenait perceptible que la discipline budgétaire pourrait devenir moins stricte, cela pourrait, au fil du temps, générer des pressions sur les dépenses, en particulier pour les fonctions économiques pour lesquelles la part des dépenses est actuellement relativement faible. C'est notamment le cas de l'investissement public, qui est resté durablement bas par rapport aux autres pays d'Europe centrale et orientale (graphique D, partie a), en partie en raison du déploiement plus lent que prévu initialement des fonds au titre du programme *Next Generation EU*. Les dépenses en matière de protection sociale, de santé et d'éducation sont également faibles par rapport à celles de la zone euro (graphique D, partie b). Si les pressions pour augmenter ces postes de dépenses publiques se traduisent par des dépenses accrues, maintenir le ratio de dette stable nécessitera des recettes fiscales plus élevées. À l'avenir, le maintien de finances publiques solides et propices à la croissance, conformément aux règles de gouvernance économique de l'UE et soutenues par un cadre budgétaire national solide, ainsi que la poursuite des réformes structurelles visant à renforcer la productivité, constitueront la meilleure approche pour parvenir à une convergence économique durable à long terme et éviter les tensions inflationnistes excessives et les pertes de compétitivité susceptibles d'entraver le potentiel de croissance économique à long terme de la Bulgarie.

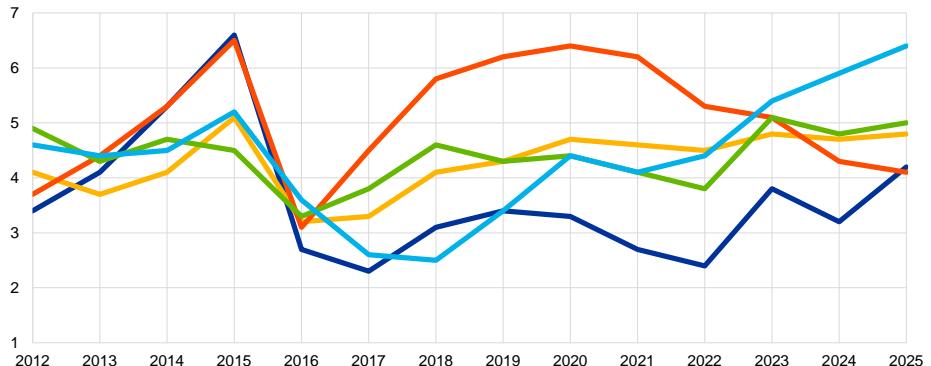
## Graphique D

### Investissement public et dépenses

#### a) Investissement public

(en pourcentage du PIB)

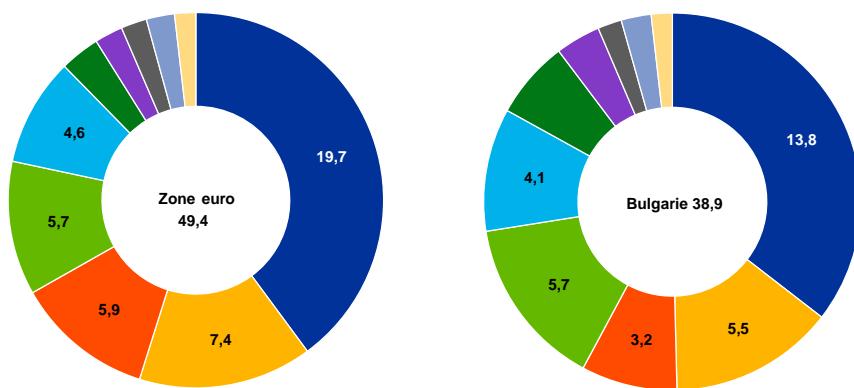
- Bulgarie
- République tchèque
- Hongrie
- Pologne
- Roumanie



#### b) Dépenses des administrations publiques, par fonction économique

(en pourcentage du PIB)

- Protection sociale
- Santé
- Services publics généraux
- Affaires économiques
- Éducation
- Ordre public et sécurité
- Défense
- Loisirs, culture et religion
- Logement et équipements collectifs
- Protection de l'environnement



Sources : Commission européenne (base de données AMECO), Eurostat (CFOG) et calculs des services de la BCE.  
Notes : Partie a) : les données relatives à 2025 sont tirées des prévisions économiques de l'automne 2025 de la Commission européenne. Partie b) : les données se rapportent à 2023. Les chiffres affichés dans les cercles blancs indiquent le total.

## Bibliographie

Bijsterbosch (M.), Falagiarda (M.) et Žídeková (L.) (2025), « *From Headlines to hard data: mapping the uneven impact of geopolitical risk in Europe* », *The ECB Blog*, BCE, 28 novembre.

Dorrucci (E.), Fidora (M.), Gartner (C.) et Zumer (T.) (2020), « [Le mécanisme de change européen \(MCE II\), phase préparatoire en vue de l'adoption de l'euro – les cas de la Bulgarie et de la Croatie](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Dreher (F.) et Hernborg (N.) (2025), « [Love at second sight : support for the euro avant and after adoption](#) », *The ECB Blog*, BCE, 4 novembre.

Banque centrale européenne (BCE) (2025), [Rapport sur la convergence](#), BCE, juin.

Commission européenne (2025), [Convergence Report 2025 on Bulgaria, European Economy Institutional Papers](#), n° 320, Commission européenne, 4 juin.

Falagiarda (M.) (2024), « [Inflation in the Eastern Euro Area : Why and risks](#) », *The ECB Blog*, BCE, 10 janvier.

Falagiarda (M.) et Gartner (C.) (2022), « [La Croatie adopte l'euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Falagiarda (M.), Gartner (C.), Mužić (I.) et Pufnik (A.) (2023), « [Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?](#) », *The ECB Blog*, BCE, 7 mars.

## 2

# Du texte aux turbulences : comprendre les limites des mesures textuelles de l'incertitude relative à la politique commerciale

Maximilian Schröder

**L'incertitude relative à la politique commerciale s'est largement accrue dans un contexte de hausse des droits de douane et de menaces tarifaires, ajoutant à la complexité de l'évaluation des perspectives économiques mondiales.** Les évolutions des droits de douane et des politiques commerciales, l'imprévisibilité de la communication et l'abandon du multilatéralisme fondé sur des règles au profit de rapports de force bilatéraux ont renforcé l'incertitude pour les entreprises et les investisseurs. Cela influence les choix d'approvisionnement, de production et d'investissement, et peut peser sur la dynamique commerciale, les investissements et la performance macroéconomique globale. De plus, l'incertitude peut avoir un effet négatif sur les anticipations et freiner l'activité, même en l'absence de modifications concrètes des politiques publiques. Il est donc devenu crucial de la surveiller pour évaluer les perspectives économiques. L'incertitude relative à la politique commerciale a constitué un élément important des hypothèses techniques sous-jacentes des derniers exercices de projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème<sup>1</sup>.

**Néanmoins, l'incertitude relative à la politique commerciale n'est pas observable et il est difficile de la modéliser.** Pour la mesurer, des indicateurs tels que l'indice d'incertitude relative à la politique commerciale (*trade policy uncertainty*, TPU) proposé par Caldara *et al.* (2020) recensent les articles de journaux dans lesquels des mots-clés liés au commerce se situent à proximité immédiate de mots-clés liés à l'incertitude. Cet indice, présenté dans le graphique A pour la période 1990-2025, est resté modéré de 1990 à 2016, avant d'augmenter lors de la première campagne électorale et du premier mandat de Donald Trump ainsi que pendant le premier conflit commercial entre les États-Unis et la Chine entre 2018 et 2020. Il atteint un pic historique en avril 2025, lors de l'imposition par la deuxième administration Trump d'un droit de douane de base de 10 % sur la plupart des importations, et de droits de douane supplémentaires, allant jusqu'à 50 %, pour certains pays. Bien que l'indice TPU ait baissé depuis, il reste élevé par rapport aux tendances historiques.

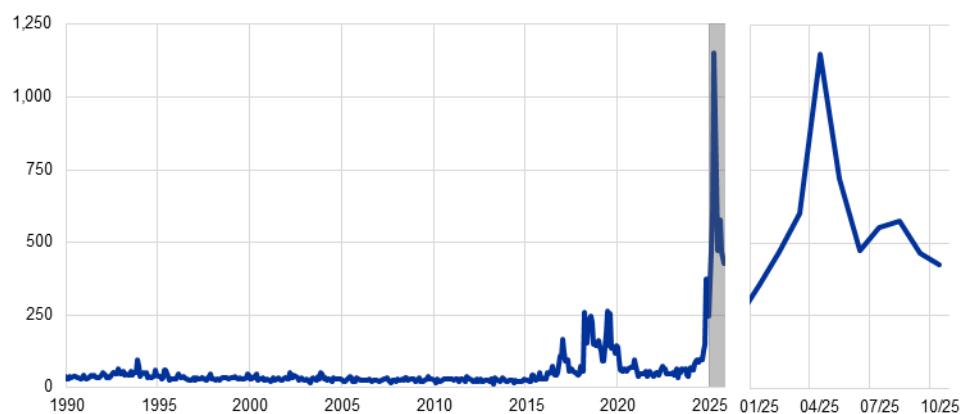
**S'agissant de l'évaluation des effets macroéconomiques de l'incertitude relative à la politique commerciale, les modèles linéaires standard ont souvent supposé, ces deux derniers trimestres, des effets invraisemblablement importants.** L'une des raisons à cela est que ces modèles extrapolent à partir de relations historiques qui peuvent ne plus être valables. Une autre raison tient à la construction même de l'indice TPU : la forte hausse d'avril implique qu'une très

<sup>1</sup> Cf. encadré 2 des [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2025](#) et encadré 1 des [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, septembre 2025](#).

grande proportion (près de 10 %) de tous les articles de presse du corpus textuel sous-jacent mentionnent des mots-clés liés à l'incertitude relative à la politique commerciale, suggérant un probable gonflement de l'indice du fait de l'attention accrue des médias ou de l'emploi de mots-clés liés à la politique commerciale dans d'autres contextes.

### Graphique A Indice d'incertitude relative à la politique commerciale

(en pourcentage d'articles de presse mentionnant des mots-clés liés à l'incertitude relative à la politique commerciale, multiplié par 100)



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

Note : Le graphique présente l'indice TPU brut tel que rapporté par Caldara *et al.* (2020).

**La contamination des indicateurs TPU textuels est probablement liée au fait que la couverture médiatique de la politique commerciale coïncide avec des informations économiques ou politiques plus larges.** Une des préoccupations est que l'action des pouvoirs publics ait renforcé l'incertitude non seulement autour de la politique commerciale, mais aussi dans d'autres domaines. Par conséquent, l'incertitude mesurée en matière de politique commerciale peut se mêler à d'autres formes d'incertitude. Par exemple, un article publié par Reuters en juin (Saphir, 2025) évoque la politique commerciale, mais principalement sous l'angle du risque géopolitique : « alors que l'économie américaine devrait déjà ralentir sous l'effet des droits de douane élevés de l'administration Trump sur les importations, une augmentation des prix du pétrole résultant du conflit [frappe en Irak] pourrait exercer une pression baissière importante sur la capacité à dépenser des ménages [...] ». Ces informations mettent également en évidence un autre cas limite : celui des articles évoquant l'incertitude économique liée aux effets des droits de douane plutôt que l'incertitude relative à la politique commerciale en elle-même. C'est le cas par exemple dans ce même article de Reuters : « et même si l'on prévoit également que l'inflation se rapproche de l'objectif de 2 % fixé par la Fed le mois dernier, de nombreux responsables de la Fed s'attendent à ce que les droits de douane entraînent une hausse des prix [...] ». Par conséquent, la couverture médiatique est susceptible de gonfler le décompte des mots-clés si l'indice est interprété dans un sens purement économique. C'est pourquoi cet encadré met en garde contre une interprétation mécanique des indicateurs TPU comme de purs chocs d'incertitude, et propose une mesure alternative s'appliquant aux modèles macroéconomiques standard.

**La mesure TPU standard peut être affinée en supprimant les influences contaminantes.** Ces influences posent problème lorsque l'analyse économétrique cherche à distinguer les différents canaux d'incertitude, dans une analyse de scénarios par exemple, et peuvent mener à des doublons si les résultats de la mesure TPU brute sont considérés comme un choc primitif lié à l'incertitude relative à la politique commerciale. Cet encadré propose ainsi une mesure TPU alternative, qui utilise l'indice brut corrigé des cas de co-mentions des mots-clés, tels que ceux cités dans le paragraphe précédent. Plutôt que d'être construite à partir de zéro, la série non ajustée est corrigée indirectement en régressant sur un ensemble de variables proxy, une constante et une variable muette représentant la pandémie de COVID-19. Cela supprime la variation expliquée par les co-mouvements historiques de mots-clés liés à l'incertitude, tout en préservant les changements qui persistent au-delà. Le premier ensemble de variables proxy contrôle par les cas où une couverture large de l'incertitude entraîne un gonflement du nombre de mots-clés liés à l'incertitude relative à la politique commerciale et comprend : les indices catégoriels de l'incertitude relative à la politique économique de Baker *et al.* (2016), à l'exclusion de la politique commerciale ; l'indice de risque géopolitique de Caldara et Iacovello (2022) ; l'indice de volatilité (VIX) établi par le Chicago Board Options Exchange (CBOE) ; et la volatilité des prix du pétrole. Le deuxième ensemble cible des épisodes où les tensions financières ou sur les chaînes d'approvisionnement entraînent la publication d'informations sur les risques liés au commerce et comprend : l'indice des conditions financières nationales (NFCI) aux États-Unis ; et l'indice des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales (GSCPI). Enfin, le taux de droit de douane effectif, défini comme les recettes douanières rapportées aux importations, contrôle par les cas où la couverture médiatique reflète les modifications effectives de la politique commerciale plutôt que l'incertitude quant à de futures mesures<sup>2</sup>.

**L'indicateur corrigé fait apparaître des hausses nettement plus faibles au cours de l'année 2025.** Le graphique B, partie a) présente l'indicateur TPU corrigé et l'indicateur non ajusté<sup>3</sup>. Si l'indicateur corrigé conserve les principales caractéristiques de l'indicateur d'origine, les pics qu'il enregistre en 2025 ne représentent que 20 % de ceux de l'indicateur d'origine et dépassent dans une moindre mesure les niveaux observés pendant le premier conflit commercial entre les États-Unis et la Chine<sup>4</sup>. Les évolutions récentes sont généralement comparables à celles des mesures de l'incertitude relative à la politique économique (*economic policy uncertainty*, EPU) telles que l'indice EPU américain fondé sur l'actualité, l'indice EPU américain à trois composantes et l'indice EPU mondial, qui sont représentés dans le graphique B, partie b). La coïncidence des pics des différentes mesures de l'incertitude explique en partie le pic disproportionné que peut atteindre l'indice TPU brut en l'absence de variables de contrôle. Dans le même temps, l'indice TPU corrigé affiche quand même un pic lors du premier conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, s'alignant bien sur l'indice TPU brut. Dans

<sup>2</sup> Le taux de droit de douane effectif est corrigé des valeurs aberrantes.

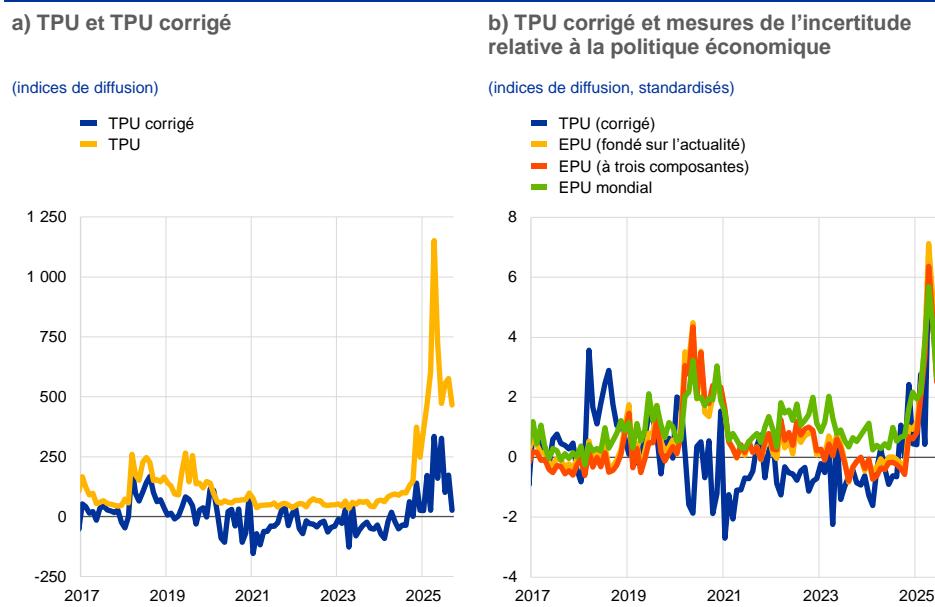
<sup>3</sup> L'indice corrigé est centré sur sa moyenne historique de long terme. Les valeurs négatives indiquent ainsi des niveaux d'incertitude corrigés inférieurs à cette moyenne, tandis que les valeurs positives indiquent une incertitude supérieure à la moyenne.

<sup>4</sup> L'indicateur corrigé est légèrement plus volatile, ce qui peut ajouter du bruit à l'analyse.

l'ensemble, cela confirme que l'indice TPU non corrigé peut être mal interprété dans le contexte actuel de forte incertitude, à moins d'adopter une interprétation étroite des chocs liés à l'incertitude relative à la politique commerciale.

### Graphique B

#### Indice TPU et autres mesures de l'incertitude



Sources : Partie a) : Caldara *et al.* (2022) et calculs des services de la BCE ; partie b). Baker *et al.* (2016), Davis (2016) et calculs des services de la BCE.

Note : Dernières observations : septembre 2025.

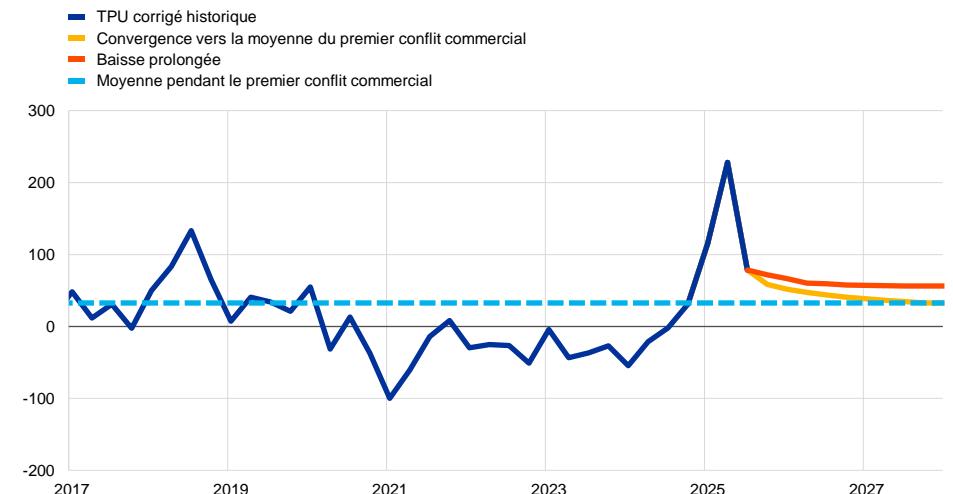
**L'indice TPU ajusté permet de construire des scénarios contrefactuels à partir d'estimations plus plausibles des effets macroéconomiques.** Sur la base de l'indice ajusté, des trajectoires alternatives du degré d'incertitude relative à la politique commerciale peuvent être définies et actualisées quand de nouvelles données sont disponibles, apportant plus de flexibilité pour la prévision conditionnelle et les exercices de projection. Le graphique C, partie a) présente deux scénarios : un scénario dans lequel l'incertitude revient aux niveaux actuels à la moyenne observée pendant le premier conflit commercial, et un autre qui suppose une baisse plus prolongée. Le graphique C, partie b) montre les effets correspondants sur le PIB américain et le PIB mondial (hors États-Unis), en tenant compte des chocs liés à l'incertitude relative à la politique commerciale depuis le début d'année. Selon ces hypothèses, le PIB des États-Unis et celui du reste du monde devraient se contracter d'environ 0,1 point de pourcentage d'ici à fin 2027 si l'incertitude devait revenir aux niveaux atteints lors du premier conflit commercial, mais de près de 0,2 point de pourcentage si l'incertitude reste élevée pendant plus longtemps.

## Graphique C

### Effet de l'incertitude relative à la politique commerciale sur la croissance

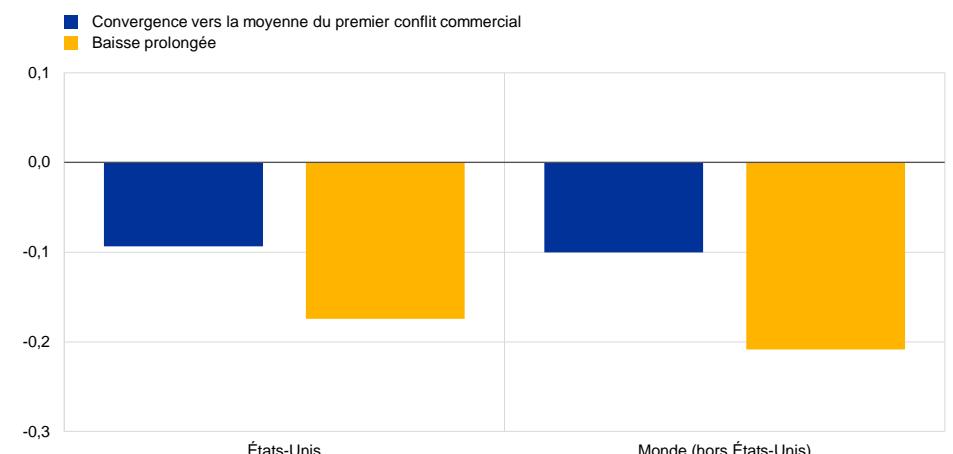
#### a) Évolution de l'incertitude relative à la politique commerciale

(indice, moyennes mobiles sur trois mois)



#### b) Effet cumulé de l'incertitude sur la croissance du PIB, 2025-2027

(en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : Dernière observation : juillet 2025, extrapolations par la suite. Partie b) : Les effets sont calculés à partir de prévisions basées sur des modèles vectoriels autorégressifs bayésiens, conditionnés par la trajectoire supposée de l'indice TPU corrigé. Les modèles incluent, par région, l'indice TPU corrigé ; les logarithmes du PIB, de l'investissement et de l'IPC ; et une variable muette représentant la pandémie de COVID-19. Le choc lié à l'incertitude relative à la politique commerciale est identifié à l'aide d'une identification de Cholesky.

**Pour conclure, la correction des mesures de l'incertitude relative à la politique commerciale peut permettre d'améliorer les propriétés d'indicateur de ces mesures et de faciliter leur interprétation.** Cet encadré avance que les mesures textuelles de l'incertitude relative à la politique commerciale peuvent rendre compte d'une définition de l'incertitude plus large que celle entourant uniquement les annonces et la mise en œuvre des politiques commerciales. Une fois les influences contaminantes et les effets du cycle médiatique supprimés, les mesures ajustées de l'incertitude relative à la politique commerciale font apparaître des effets macroéconomiques moins marqués qu'habituellement observé dans la littérature. De plus, si une définition plus restrictive de l'incertitude relative à la politique

commerciale est adoptée, ces indicateurs alternatifs peuvent être rapidement utilisés afin de définir des scénarios pour les prévisions conditionnelles et les exercices de projection. Dans ce contexte, l'indice TPU corrigé est employé comme point de départ pour analyser l'effet de l'incertitude relative à la politique commerciale dans les projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème, et a servi à la fois aux projections de base et à l'analyse de scénarios.

## Bibliographie

Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.) (2016), « *Measuring economic policy uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, novembre, p. 1593-1636.

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

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

Davis (S.J.) (2016), « *An index of global economic policy uncertainty* », *NBER Working Papers*, n° 22740, National Bureau of Economic Research, octobre.

Saphir (A.) (2025), « *US attack on Iran adds to economic uncertainty* », Reuters, 23 juin.

### 3

## Suivre le commerce en temps réel : augmenter de données satellite la boîte à outils de prévision en temps réel

Rinalds Gerinovics et Baptiste Meunier

**Les chocs récents ont souligné l'importance du suivi rapide du commerce mondial et les défis qui y sont associés.** Les effets importants des goulets d'étranglement au niveau de l'offre après la pandémie de COVID-19 (2021-2022), des perturbations dans le canal de Panama (2023) et en mer Rouge (2024-2025), ainsi que des escalades récentes des droits de douane ont mis en évidence la nécessité d'un suivi rapide du commerce. Cet encadré décrit comment l'inclusion d'indicateurs en temps réel tirés de données satellite sur les mouvements de navires dans un outil de suivi par ailleurs standard peut fournir des indications rapides sur la dynamique du commerce mondial. L'outil de suivi augmenté indique actuellement une dynamique du commerce modérée mais en progression.

**Les services de la BCE avaient élaboré en 2020 un outil de suivi du commerce mondial afin de suivre la croissance des importations mondiales (hors zone euro) à l'aide d'indicateurs financiers liés au commerce ; sa précision était toutefois limitée<sup>1</sup>.** Cette version initiale s'appuyait principalement sur des données des marchés financiers, telles que les cours des actions des entreprises mondiales de logistique. En suivant la méthodologie de Lewis *et al.* (2022), une analyse des composantes principales a été utilisée pour extraire la tendance sous-jacente d'un ensemble de données combinant des données à haute fréquence (quotidiennes et hebdomadaires) et des indicateurs mensuels<sup>2</sup>. Malgré la rapidité de leur disponibilité par rapport aux données de comptes nationaux, qui ne sont publiées que 30 à 45 jours après la fin du trimestre de référence, cette version de l'outil de suivi affichait une précision hors échantillon limitée.

**De nouveaux indicateurs basés sur les mouvements des navires suivis par satellite fournissent des informations en temps réel sur les échanges commerciaux par pays et par matière première.** Le système d'identification automatique (*automatic identification system*, AIS) est un système de suivi à travers lequel les navires transmettent des informations clés telles que leur identité, leur position, leur vitesse, leur direction et leur statut de navigation (par exemple, en mer, au mouillage) à des satellites. Initialement développées pour éviter les collisions, les données de l'AIS sont maintenant largement utilisées en économie, car le délai de publication de ces données quotidiennes est d'un jour seulement. Aux fins du suivi des échanges commerciaux, quatre indices sont utilisés : 1) les échanges agrégés au niveau national (importations et exportations), élaborés en comptant le volume de cargos arrivant dans les ports d'un pays ; 2) l'activité maritime aux principaux goulets

<sup>1</sup> Delle Chiaie et Perez-Quirós (2020).

<sup>2</sup> Les séries mensuelles permettent de lisser la volatilité inhérente aux données à haute fréquence. Des tests empiriques montrent que les données mensuelles améliorent la corrélation au sein de l'échantillon et la précision prédictive hors échantillon.

d'étranglement, établie selon la même méthode ; 3) les flux commerciaux pour les principales matières premières (pétrole, gaz naturel liquéfié (GNL), fer, charbon, bauxite) obtenus *via* le suivi des pétroliers et des vraquiers ; et 4) les exportations automobiles obtenues *via* le suivi des rouliers (navires consacrés au transport de véhicules).

**Les indicateurs basés sur les données satellite reflètent bien les événements majeurs du commerce mondial.** Par exemple, la forte augmentation des échanges de biens après la pandémie s'est reflétée dans une hausse importante du trafic maritime (graphique A, partie a). Au deuxième trimestre 2025, ces mêmes données ont indiqué un ralentissement marqué du commerce aux États-Unis dans un contexte de renforcement des barrières commerciales et de résilience contrastée du commerce en Chine. De même, les goulets d'étranglement généralisés au niveau de l'offre après la pandémie se reflétaient dans la congestion plus importante que la moyenne observée dans les principaux ports américains (graphique A, partie b). Les attaques menées par les rebelles houthis contre le transport maritime en mer Rouge en 2024, qui ont conduit les compagnies maritimes à dérouter leurs navires vers le cap de Bonne-Espérance, en constituent un autre exemple (graphique A, partie c).

## Graphique A

Indicateurs relatifs aux échanges commerciaux basés sur des données satellite

### a) Échanges par voie maritime

(variations annuelles en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



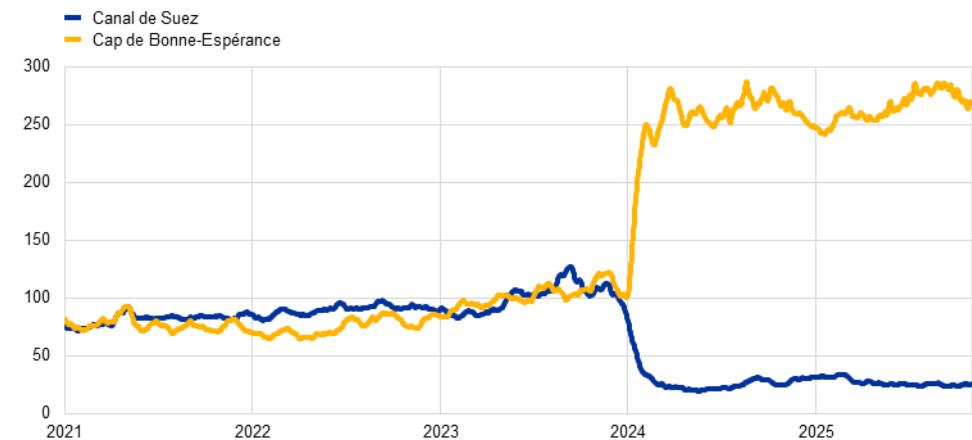
### b) Congestion dans les principaux ports

(nombre de jours passés en zone de mouillage)



### c) Activité maritime aux principaux goulets d'étranglement

(moyennes mobiles sur 30 jours ; indice : de janvier à octobre 2023= 100)



---

Sources : QuantCube et calculs des services de la BCE.  
Notes : Dans la partie b), l'indice est fondé sur les porte-conteneurs dans les ports de Los Angeles et de Long Beach. Les dernières observations se rapportent au 30 octobre 2025.

**Les indicateurs basés sur les données satellite présentent une corrélation plus forte avec le commerce mondial que les indicateurs financiers, ce qui les rend bien appropriés pour augmenter l'outil de suivi du commerce.** Les tests statistiques (Efron et al., 2004 ; Fan et Lv, 2008) évaluant le pouvoir prédictif de différents indicateurs quotidiens et hebdomadaires relatifs aux importations mondiales montrent que les séries basées sur des données satellite affichent de meilleures performances que les indicateurs extraits des instruments de marché (par exemple, les cours des actions, les prix du transport maritime, les prix des matières premières) et les indicateurs fondés sur d'autres sources de données (par exemple, Google Trends, les données sur les vols). Par exemple, certains indices basés sur des données satellite (par exemple, les exportations d'automobiles de l'UE) présentent une corrélation de Pearson avec les importations mondiales supérieure à 0,7 sur la période 2016-2024, tandis que les indicateurs financiers ont une corrélation moyenne de 0,4.

**L'outil de suivi révisé du commerce mondial intègre les données satellite ayant le pouvoir prédictif le plus élevé<sup>3</sup>.** Cette sélection s'appuie sur la littérature, qui montre que les modèles à facteurs sont nettement plus précis lorsque les prédicteurs sélectionnés sont moins nombreux mais plus informatifs (Bai et Ng, 2008). L'outil de suivi augmenté intègre 47 séries, dont 25 hebdomadaires (quatre cours des actions de compagnies maritimes et 21 indicateurs basés sur des données satellite) et 22 mensuelles (par exemple, l'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation et les données douanières). Parmi les indicateurs spécifiques à chaque pays, pour 12 pays représentant 64 % des échanges mondiaux, la sélection de variables fondées sur des données reflète le rôle central de la Chine, plusieurs des indicateurs sélectionnés étant liés au commerce chinois (les exportations automobiles, les échanges dans leur ensemble et les importations de GNL, de fer et de pétrole).

**Les données satellite améliorent considérablement la performance des prévisions de l'outil de suivi, à la fois en termes de précision directionnelle (qui passe de 50 % à 80 %) et de précision ponctuelle (erreur hors échantillon réduite de moitié).** La précision des prévisions directionnelles hors échantillon de l'outil précédent était inférieure à 50 %, ce qui signifie que la direction de la croissance du commerce mondial n'était correctement prédite que moins d'une fois sur deux. En comparaison, l'outil de suivi révisé aurait correctement prédit la direction dans environ 80 % des cas sur la période 2021-2024 (graphique B, partie a)<sup>4</sup>. Des résultats comparables sont observés pour la précision des prévisions

---

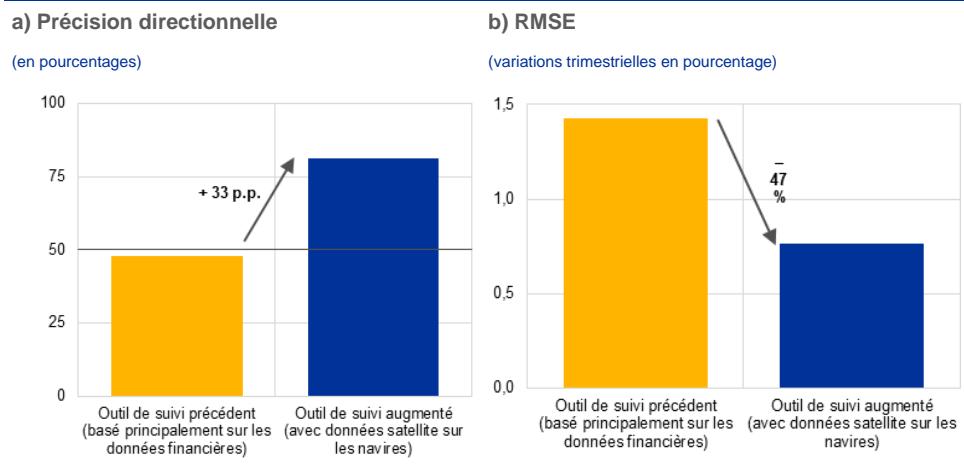
<sup>3</sup> Des affinements méthodologiques ont été apportés afin d'assurer la cohérence des transformations, des points de départ et du séquencement des analyses en composantes principales. L'ensemble des régresseurs a été élargi avec des ajustements à haute fréquence conformément à Wegmüller et Glockner (2023). Les changements techniques ont eu un impact limité sur les performances hors échantillon.

<sup>4</sup> Les prévisions sont en pseudo temps réel, ce qui signifie qu'elles tiennent compte des retards de publication, mais pas des révisions.

ponctuelles, où l'erreur quadratique moyenne hors échantillon (RMSE) est réduite de 50 % environ (graphique B, partie b).

### Graphique B

#### Précision des prévisions hors échantillon



Sources : Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube et calculs des services de la BCE.

Notes : Précision sur la période 2021-2024. Dans la partie a), la précision directionnelle se rapporte à la proportion de périodes où la direction de la variation de la croissance réelle des importations mondiales (positive ou négative) a coïncidé avec la direction prédictive par l'outil de suivi.

**En particulier, l'outil de suivi augmenté affiche de meilleures performances que l'outil précédent lorsque les variables des marchés financiers divergent de la dynamique du commerce mondial.** Le commerce mondial est généralement bien corrélé aux mouvements sur les marchés financiers (Barhoumi et Ferrara, 2015), mais cette relation peut entraîner des signaux erronés lorsque les marchés financiers se découpent largement de la dynamique du commerce. Cela s'est produit en 2022, lorsque les marchés boursiers ont enregistré un recul dans un contexte de poussée inflationniste et de chocs géopolitiques, tandis que le commerce mondial a bien résisté en raison de l'atténuation progressive des goulets d'étranglement au niveau de l'offre (graphique C, partie a). Une situation similaire a été observée au premier trimestre 2025, lorsque les marchés financiers ont reculé en raison de l'incertitude politique, tandis que le commerce mondial était stimulé par une anticipation des importations en prévision d'une augmentation des droits de douane (graphique C, partie b). Au cours des deux épisodes, l'outil de suivi précédent indiquait une croissance du commerce mondial bien inférieure à son rythme effectif, que l'outil augmenté a capturé avec plus de précision.

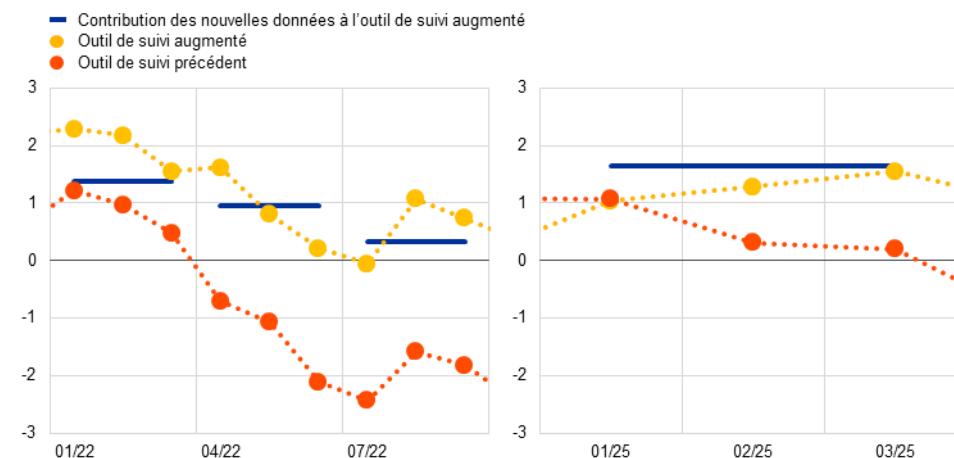
### Graphique C

#### Prédictions hors échantillon

(variations en pourcentage en glissement sur trois mois)

a) Goulets d'étranglement au niveau de l'offre

b) T1 2025



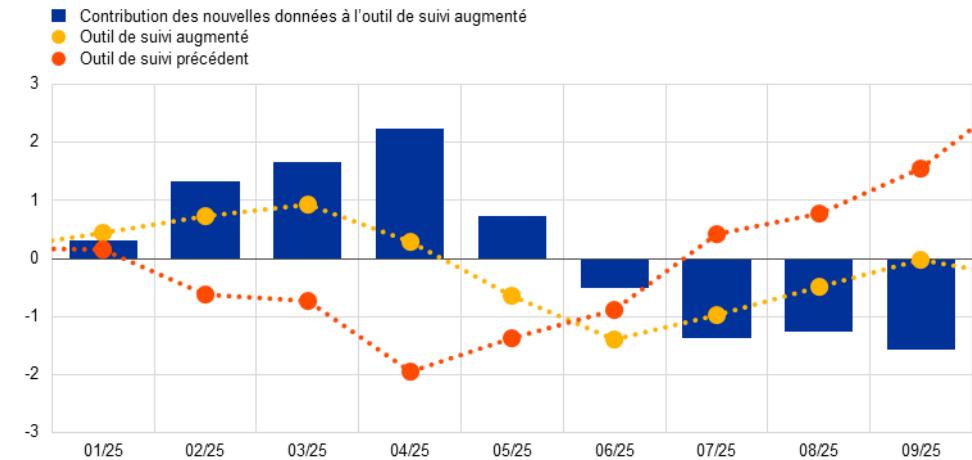
Sources : Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube et calculs des services de la BCE.

**L'outil de suivi augmenté suggère actuellement que le commerce mondial reste modéré, bien qu'il s'améliore (graphique D).** L'outil de suivi augmenté indique que le commerce mondial a atteint un point bas au deuxième trimestre 2025, en phase avec la forte baisse des importations américaines (- 8 % en glissement trimestriel), et s'est amélioré au troisième trimestre. Ce rebond est en ligne avec les publications récentes des comptes nationaux de la Chine et de la Corée du Sud, qui montrent de fortes performances à l'exportation, soutenues dans le cas de la Corée du Sud par la forte augmentation des expéditions liées à l'intelligence artificielle (IA), qui a partiellement contrebalancé le frein exercé par les droits de douane. Si l'outil de suivi augmenté fait état d'une croissance du commerce inférieure à la moyenne, l'outil précédent aurait dressé un tableau nettement plus optimiste en raison du dynamisme des marchés financiers. Dans l'outil de suivi augmenté, les nouvelles données satellite permettent de modérer ces signaux.

## Graphique D

### Outil de suivi du commerce mondial

(variations en pourcentage en glissement sur trois mois, écart par rapport à la moyenne de 2016-2024)



Sources : Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre un écart par rapport à la croissance moyenne de 0,8 % sur la période 2016-2024. La « contribution des nouvelles données à l'outil de suivi augmenté » est calculée comme la différence entre l'outil de suivi précédent et l'outil de suivi augmenté.

**L'outil de suivi du commerce mondial complète d'autres outils de prévision du commerce, contribuant à former une évaluation descendante (*top-down assessment*) des perspectives à court terme.** L'outil de suivi complète les modèles à facteurs dynamiques et les équations commerciales basées sur la correction d'erreurs pour servir de point de départ à l'analyse commerciale. Il offre un aperçu rapide en s'appuyant sur des données à haute fréquence, ce qui le rend plus réactif aux changements rapides de la dynamique du commerce que les modèles basés sur des données mensuelles ou trimestrielles. Néanmoins, cet outil de suivi vient compléter plutôt que remplacer les autres outils, car en temps normal, les données à haute fréquence, qui sont par nature bruitées, peuvent être d'une importance secondaire.

## Bibliographie :

Bai (J.) et Ng (S.) (2008), « *Forecasting economic time series using targeted predictors* », *Journal of Econometrics*, vol. 146, n° 2, octobre, p. 304-317.

Barhoumi (K.) et Ferrara (L.) (2015), « *A World Trade Leading Index (WTI)* », *IMF Working Papers*, n° 2015/020, Fonds monétaire international, janvier.

Delle Chiaie (S.) et Perez-Quirós (G.) (2020), « *Nowcasting economic activity and trade in times of COVID-19 are high frequency data useful?* », manuscrit non publié.

Efron (B.), Hastie (T.), Johnstone (I.) et Tibshirani (R.) (2004), « *Least angle regression* », *The Annals of Statistics*, vol. 32, n° 2, avril, p. 407-499.

Fan (J.) et Lv (J.) (2008), « *Sure independence screening for ultrahigh dimensional function space* », *Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology*, vol. 70, n° 5, octobre, p. 849-911.

Lewis (D.), Mertens (K.), Stock (J.) et Trivedi (M.) (2022), « *Measuring real activity using a week economic index* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, novembre, p. 667-687.

Wegmüller (P.) et Glocker (C.) (2023), « *US Weekly Economic Index: Replication and extension* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 38, n° 6, septembre/octobre, p. 977-985.

## 4

# Le taux d'épargne des ménages revisité : dynamique récente et facteurs sous-jacents

Maria Dimou, Marco Flaccadoro et Johannes Gareis

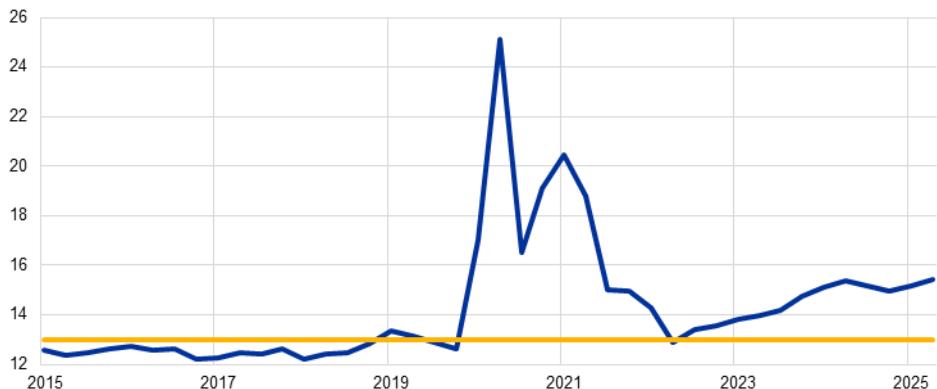
**Après un recul par rapport à son pic lié à la pandémie, le taux d'épargne des ménages a de nouveau augmenté entre mi-2022 et mi-2024 et est depuis resté globalement stable à un niveau élevé (graphique A).** Le taux d'épargne des ménages corrigé des variations saisonnières, tel que publié dans les comptes sectoriels trimestriels (QSA) d'Eurostat, s'est établi en moyenne autour de 13 % entre 1999 et 2019. Après avoir fortement augmenté pendant la pandémie, il est revenu à des niveaux proches de la moyenne historique au deuxième trimestre 2022, avant d'augmenter de nouveau par la suite pour atteindre 15,4 % mi-2024. Depuis lors, il est resté globalement stable à ce niveau élevé. Cet encadré présente des éléments actualisés concernant l'évolution du taux d'épargne des ménages et ses facteurs récents<sup>1</sup>.

## Graphique A

### Taux d'épargne des ménages

(en pourcentages du revenu disponible brut)

- Effectif
- Moyenne d'avant la pandémie



Sources : Eurostat, BCE, BCE et Eurostat (QSA) et calculs de la BCE.

Notes : Données corrigées des variations saisonnières. La moyenne pré-pandémique est calculée du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2019. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2025.

**Depuis mi-2024, le revenu disponible réel et la consommation des ménages ont augmenté à un rythme globalement comparable, stabilisant ainsi le taux d'épargne à un niveau plus élevé qu'avant la pandémie.** Selon une décomposition statistique, la hausse du revenu réel – en particulier du revenu du travail – a soutenu le taux d'épargne avant la pandémie, tandis que l'augmentation de la consommation réelle a exercé un effet compensateur (graphique B). Par rapport à la période antérieure à la pandémie, la croissance du revenu s'est nettement accélérée entre mi-2022 et mi-2024, principalement en raison d'une contribution plus forte des revenus hors travail – y compris les revenus du travail

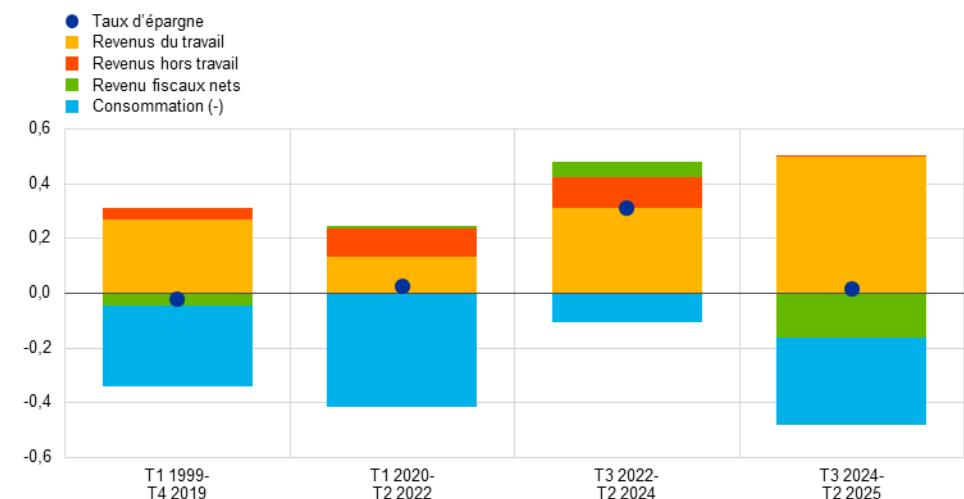
<sup>1</sup> Pour une analyse des facteurs à l'origine de la hausse du taux d'épargne des ménages dans la zone euro entre mi-2022 et mi-2024, cf. Bobasu *et al.* (2024)

indépendant, les revenus nets d'intérêts, les dividendes et les loyers – et des revenus fiscaux nets liés aux mesures budgétaires introduites en réponse au choc des prix de l'énergie, y compris les mesures non ciblées. Ces facteurs ont probablement stimulé le taux d'épargne, car les revenus hors travail bénéficient de façon disproportionnée aux ménages à hauts revenus, qui ont une propension plus élevée à épargner<sup>2</sup>. Depuis mi-2024, le taux d'épargne est resté globalement stable, en raison de la normalisation de la dynamique du revenu réel et de la consommation réelle, la croissance plus forte des revenus du travail – qui reflète le rattrapage des salaires réels et la tenue de l'emploi – compensant la baisse des revenus hors travail et le retrait progressif des mesures de soutien budgétaire.

### Graphique B

Contribution de la croissance du revenu et de la consommation à l'évolution du taux d'épargne des ménages

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



Sources : Eurostat, BCE, BCE et Eurostat (QSA) et calculs de la BCE.

Notes : La variation trimestrielle du taux d'épargne est approximativement égale à la différence entre la croissance trimestrielle du revenu disponible réel et la consommation réelle. Le revenu est décomposé en revenus du travail (rémunération des salariés), revenus hors travail (revenus du travail indépendant, revenus nets d'intérêts, dividendes et loyers) et revenu fiscal net (transferts et impôts sur le revenu et le patrimoine). Les composantes du revenu et la consommation sont exprimées en termes réels à l'aide du déflateur de la consommation privée issu des comptes nationaux.

**Les estimations empiriques indiquent que le taux d'épargne est resté élevé au cours de l'année écoulée, car les contributions négatives de la baisse des taux d'intérêt réels et de l'amélioration du patrimoine net réel n'ont pas entièrement contrebalancé le soutien apporté par la forte hausse des revenus réels du travail.** Un modèle empirique de la consommation réelle des ménages montre qu'avant la pandémie, des revenus réels plus élevés – en particulier les revenus du travail – entraînaient une hausse du taux d'épargne, car la consommation ne s'ajustait pas de façon proportionnelle aux revenus. En revanche, une augmentation du patrimoine net réel entraînait une baisse du taux d'épargne en réduisant les incitations à épargner pour les ménages et en encourageant ainsi une consommation plus élevée (graphique C). La hausse du taux d'épargne entre mi-2022 et mi-2024 reflète l'augmentation rapide des revenus du travail, tandis que

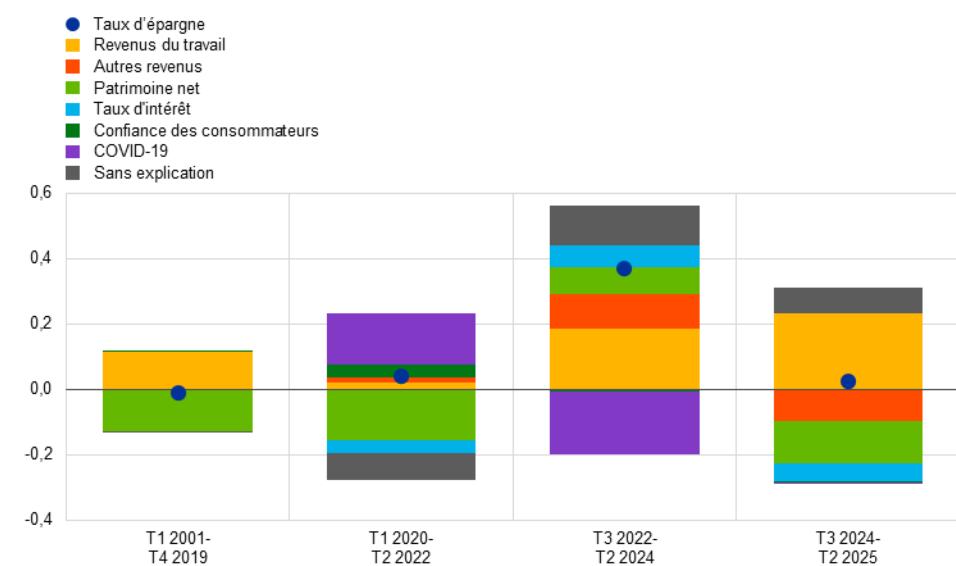
<sup>2</sup> Pour une vue d'ensemble des mesures de politique budgétaire mises en œuvre dans la zone euro pendant la période d'inflation élevée, cf. Bankowski *et al.* (2023).

la croissance plus forte qu'en temps normal des autres revenus (c'est-à-dire la somme des revenus hors travail et des revenus fiscaux) a également apporté une contribution positive significative<sup>3</sup>. Le recul du patrimoine net réel à la suite de la poussée d'inflation et de la hausse des taux d'intérêt réels résultant du resserrement de la politique monétaire a apporté une contribution supplémentaire à la hausse, tandis que les retombées liées à la pandémie ont pesé sur le taux d'épargne, la consommation s'étant normalisée. Depuis mi-2024, la croissance des revenus réels du travail a de nouveau augmenté, entraînant une forte hausse du taux d'épargne. Cette évolution a toutefois été contrebalancée par une augmentation du patrimoine net réel – dont la contribution au taux d'épargne est revenue à sa moyenne historique –, une baisse des taux d'intérêt réels et une inversion des hausses antérieures des autres revenus.

### Graphique C

#### Contributions à l'évolution du taux d'épargne des ménages : une décomposition fondée sur un modèle

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



Sources : Eurostat, BCE, BCE et Eurostat (QSA) et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre les contributions des revenus réels du travail et des autres revenus (c'est-à-dire la somme des revenus hors travail et des revenus fiscaux), du patrimoine net réel, des taux d'intérêt réels, de la confiance des consommateurs, de la pandémie de COVID-19 et d'une composante résiduelle à l'évolution moyenne du taux d'épargne des ménages au cours de différentes périodes. La décomposition repose sur un modèle à correction d'erreurs estimé pour la croissance de la consommation des ménages, dans lequel la croissance du revenu réel des ménages est donnée. Les composantes du revenu et le patrimoine net sont déflatés à l'aide du déflateur de la consommation privée issu des comptes nationaux. Le taux d'intérêt réel est mesuré par l'Euribor à trois mois corrigé de la hausse annuelle attendue des prix à la consommation selon l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs. Le modèle est estimé sur la période allant du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2025. Pour plus de détails concernant un modèle similaire sans variables muettes liées au COVID-19 et sans décomposition des revenus en revenus du travail et autres revenus, cf. Bobas et al. (2024).

### L'incertitude des ménages concernant leur propre situation financière semble également jouer un rôle important dans les décisions en matière d'épargne.

Les informations au niveau des ménages tirées de l'[enquête sur les anticipations des consommateurs](#) (*Consumer Expectations Survey*, CES) sont utilisées pour apporter un éclairage sur les facteurs qui ne sont pas pris en compte par les

<sup>3</sup> Pour une analyse des évolutions récentes des revenus du travail et des autres revenus des ménages dans la zone euro et de leur rôle dans la croissance atone de la consommation au cours de la période post-pandémie, cf. Ceci et Flaccadoro (2026).

déterminants macroéconomiques standard, comme l'indique la composante positive inexpliquée dans la décomposition fondée sur un modèle depuis mi-2022 (graphique C). En particulier, l'analyse se concentre sur l'incertitude liée à la politique économique et l'incertitude individuelle, telles que reflétées dans les motifs *ricardiens* et *de précaution* en matière d'épargne<sup>4</sup>. Une nouvelle question intégrée au questionnaire de l'enquête CES de novembre 2025 révèle que les motifs de précaution et ricardiens sont tous deux pertinents pour environ 50 % des participants dans leurs décisions relatives à l'épargne, 25 à 30 % d'entre eux indiquant également l'un ou l'autre motif comme la principale raison d'épargner (graphique D, partie a)<sup>5</sup>. Un examen plus approfondi des différences transversales entre les participants montre que l'importance de ces deux motifs dépend principalement des contraintes économiques auxquelles sont confrontés les participants et du degré d'incertitude concernant leur situation financière, tandis que les différences en matière de revenu et d'âge semblent jouer un rôle plus modéré (graphique D, partie b). Les ménages qui déclarent ne pas avoir de contraintes de liquidité sont plus susceptibles d'accorder une importance nettement plus élevée à ces deux motivations, ce qui est cohérent avec leur plus grande capacité à planifier et à épargner (« sans contrainte »). Dans le même temps, les participants qui déclarent avoir un degré élevé de certitude quant à leur situation financière future (« certains ») accordent nettement moins d'importance aux deux motifs que les ménages confrontés à une plus grande incertitude. Les similitudes entre les déterminants de ces deux motifs suggèrent qu'ils sont proches sur le plan conceptuel, les participants ayant tendance à percevoir les actions du gouvernement comme une source supplémentaire d'incertitude concernant les revenus. Cela est cohérent avec des analyses précédentes qui ont souligné l'importance de l'incertitude géopolitique et en matière de politique économique pour les dépenses de consommation<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Les motifs *ricardiens* se rapportent à l'épargne constituée en prévision de modifications de la fiscalité ou des prestations publiques résultant des emprunts actuels des gouvernements (Barro, 1974). Les motifs de *précaution* se rapportent à l'épargne visant à protéger la consommation face à des fluctuations imprévisibles des revenus (prudence vs impatience) (Carroll, 1997).

<sup>5</sup> Les participants ont été invités à évaluer, sur une échelle de 0 % (aucun rôle) à 100 % (rôle très important), l'influence de certains motifs sur leurs décisions en matière d'épargne. Ces motifs incluaient l'attrait relatif de l'épargne aujourd'hui (substitution intertemporelle), un motif de précaution, des inquiétudes concernant les modifications de la fiscalité/des prestations publiques (motif ricardien) et l'épargne par habitude.

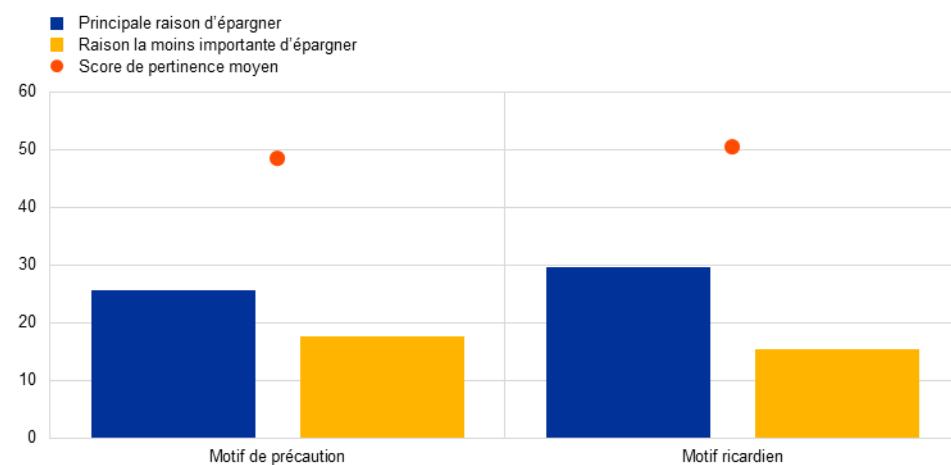
<sup>6</sup> Cf. par exemple Andersson *et al.* (2024).

### Graphique D

Prévalence des motifs de précaution et ricardiens parmi les participants à l'enquête et ses déterminants

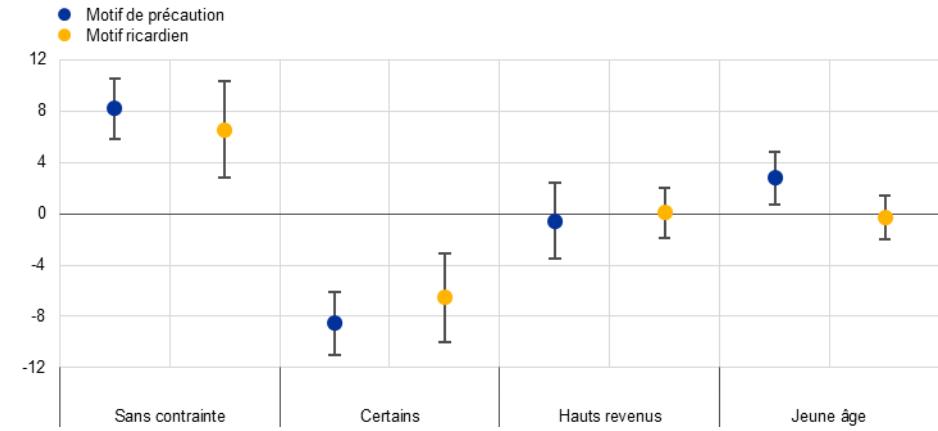
#### a) Prévalence des motifs de précaution et ricardiens parmi les participants à l'enquête

(score de pertinence (0-100) et pourcentages de participants)



### b) Déterminants de la prévalence des motifs de précaution et ricardien

(variations du score de pertinence moyen, en points de pourcentage)



Sources : Données pondérées de l'enquête CES et calculs de la BCE.

Notes : Partie b) : La variable muette *sans contrainte* est égale à 1 pour les participants indiquant qu'ils disposeraient de ressources financières suffisantes pour couvrir un paiement imprévu équivalent au revenu mensuel de leur ménage. La variable muette *certains* (autodéclarée) est égale à 1 pour les participants estimant qu'il est facile ou modérément facile de prévoir leur situation financière future, et à 0 dans le cas contraire. La variable muette *hauts revenus* est égale à 1 pour les participants dont le revenu est supérieur à la médiane. La variable *jeune âge* est égale à 1 pour les participants âgés de 49 ans ou moins. Les régressions incluent des effets fixes par pays et sont pondérées à l'aide de pondérations composées, définies comme l'épargne nominale individuelle en octobre 2025 multipliée par les poids de sondage (*survey weights*). Les erreurs type sont regroupées au niveau des pays.

**Dans l'ensemble, les données tirées des modèles et des enquêtes suggèrent que des facteurs à la fois conjoncturels et comportementaux ont contribué à maintenir le taux d'épargne à un niveau élevé mais globalement stable.** Si la dynamique des revenus et du patrimoine est largement revenue à ses niveaux d'avant la pandémie, l'incertitude accrue et les motifs de précaution ont probablement continué à exercer une pression à la hausse sur l'épargne.

### Bibliographie :

- Andersson (M.), Bobasu (A.) et De Santis (R.A.) (2024), « [Quels sont les signaux économiques tirés des mesures de l'incertitude ?](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.
- Bankowski (K.), Bouabdallah (O.), Checherita-Westphal (C.), Freier (M.), Jacquinot (P.) et Muggenthaler (P.) (2023), « [Politique budgétaire et forte inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.
- Barro (R.J.) (1974), « [Are government bonds net wealth?](#) », *Journal of Political Economy*, vol. 82, n° 6, p. 1095-1117.
- Bobasu (A.), Gareis (J.) et Stoevsky (G.) (2024), « [Comment expliquer le taux élevé d'épargne des ménages dans la zone euro ?](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.
- Carroll (C.D.) (1997), « [Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis](#) », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n° 1, p. 1-55.
- Ceci (D.) et Flaccadoro (M.) (2026), « [The recent weakness in household consumption: evidence from the euro area and Italy](#) », *Occasional Papers*, Banque d'Italie, à paraître.

## 5

# L'immobilier résidentiel a-t-il retrouvé son attrait ? Indications tirées d'un nouveau ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel fondé sur une enquête

Niccolò Battistini, Adam Baumann, Johannes Gareis et Desislava Rusinova

**L'investissement dans l'immobilier résidentiel est un baromètre de l'économie et l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey, CES*) fournit des indications rapidement disponibles sur la façon dont les ménages perçoivent son attrait.** L'investissement dans

l'immobilier résidentiel est important, au niveau tant individuel qu'agrégé<sup>1</sup>. Pour beaucoup de personnes, il représente la décision financière la plus importante de leur vie, tandis qu'au niveau macroéconomique, il sert principalement d'indicateur avancé de l'activité économique globale<sup>2</sup>. Considérées dans leur ensemble, ces deux perspectives suggèrent que les perceptions des ménages contiennent des informations utiles pour suivre les fluctuations de l'investissement dans l'immobilier résidentiel et aussi, potentiellement, pour anticiper les évolutions économiques plus globales. L'enquête CES fournit une mesure directe, qualitative du sentiment des ménages à l'égard du logement en tant qu'investissement – à savoir la part de participants qui considèrent l'achat d'un bien immobilier dans leur quartier aujourd'hui comme un bon investissement. Afin de compléter cette mesure, le présent encadré introduit un indicateur indirect, quantitatif de l'attrait qu'offre, pour les ménages, l'investissement dans l'immobilier résidentiel : le ratio de Sharpe, une métrique financière largement utilisée qui relie le rendement d'un investissement à son risque<sup>3</sup>.

**Le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel est calculé à partir des anticipations des ménages en matière de prix des logements, conjuguées à une mesure du taux d'intérêt sans risque.** Plus précisément, pour calculer

<sup>1</sup> Cf. Piazzesi et Schneider (2016) pour un état de la littérature portant sur les caractéristiques de l'immobilier résidentiel et des marchés de l'immobilier résidentiel et sur leurs liens avec la politique monétaire.

<sup>2</sup> Si l'investissement résidentiel est lui-même une composante de la dépense, il a également des implications importantes pour les autres composantes. Par exemple, la consommation de biens destinés à l'équipement de la maison s'accroît lorsque l'on équipe un logement neuf ou rénové. Les décisions relatives au logement tendent à être fortement corrélées entre les différents ménages, dans la mesure où elles sont influencées par des variables agrégées telles que les transitions démographiques et les conditions de crédit et de financement. Elles constituent donc un important mécanisme de propagation des chocs sous-jacents. Par conséquent, l'évolution de l'investissement résidentiel peut avoir une incidence plus large sur l'économie. On a constaté que l'évolution de l'investissement résidentiel, en particulier, était un indicateur avancé de l'évolution du PIB, en particulier avant les récessions. Cf., entre autres, Leamer (2007) et Leamer (2015) pour le rôle de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au sein du cycle d'activité aux États-Unis, ainsi que Battistini *et al.* (2018) pour son rôle d'outil de prédiction des récessions dans la zone euro.

<sup>3</sup> Le ratio de Sharpe mesure le rendement excédentaire qu'un investisseur reçoit pour la volatilité supplémentaire résultant de la détention d'un actif plus risqué. Un ratio plus élevé implique un rendement plus élevé par rapport au risque associé. Le ratio de Sharpe est utilisé ici comme un indicateur conjoncturel de l'attrait qu'offre l'investissement dans l'immobilier résidentiel sur la base des anticipations des ménages, plutôt que comme un outil de comparaison de son profil risque/rendement par rapport à celui d'autres catégories d'actifs. Les réserves habituelles s'appliquent, dans la mesure où les rendements de l'immobilier résidentiel diffèrent de ceux des autres actifs en termes de liquidité, d'effet de levier et de caractéristiques distributives.

l'indicateur on prend la moyenne sur la population des anticipations moyennes des ménages relatives à la croissance des prix des logements à un an et on en retranche un rendement sans risque – approximé par le taux d'intérêt observé sur les dépôts à un an. Cette différence est ensuite divisée par une mesure de l'incertitude des ménages concernant la croissance des prix des logements – calculée comme la moyenne des écarts types des anticipations des ménages relatives à la croissance des prix des logements à un an<sup>4</sup>. Le ratio augmente soit lorsque les ménages prévoient une croissance des prix des logements supérieure aux taux sans risque observés (c'est-à-dire un rendement excédentaire plus élevé sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel), ou quand ils ont davantage de certitudes concernant leurs anticipations. Et dans le cas inverse, le ratio diminue. De cette manière, il capture les modifications de l'attrait financier perçu de l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

**Le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel s'est nettement amélioré au cours de l'année passée, mais reste inférieur à son pic de début 2022 (graphique A).** Après la pandémie de COVID-19, il a atteint un point haut, début 2022, avant de s'inscrire en forte baisse. Un point de retournement a été enregistré fin 2023, quand le ratio a commencé à se redresser avec régularité. En septembre 2025, il s'est établi un peu au-dessus de la moyenne de son échantillon, tout en restant bien inférieur à son pic précédent. Une évolution globalement comparable est observée pour l'indicateur « l'immobilier résidentiel comme bon investissement » (la part des participants à l'enquête qui considèrent l'achat d'un bien immobilier dans leur quartier aujourd'hui comme un bon investissement). Cet indicateur a commencé à baisser et à se redresser un peu plus tôt que le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel et s'est établi un peu au-dessus de la moyenne de son échantillon en septembre 2025, quoique toujours au-dessous de son pic de 2021.

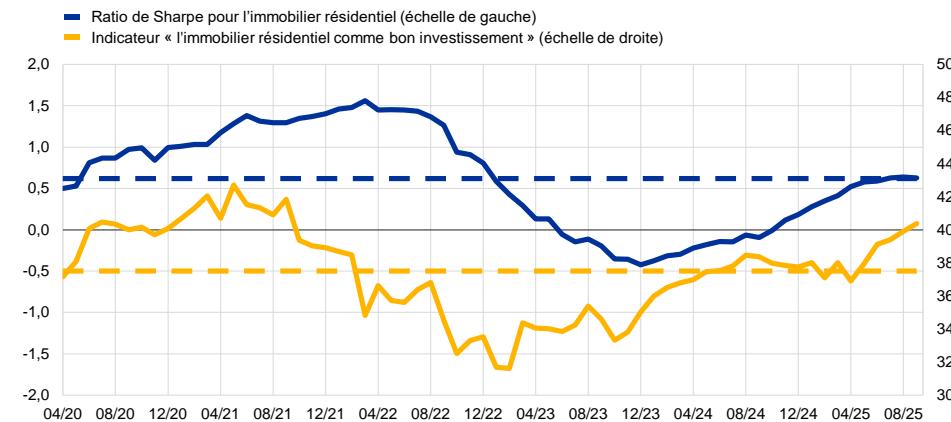
---

<sup>4</sup> Les distributions individuelles des anticipations des ménages sont calculées à partir d'une question de l'enquête CES dans laquelle les participants attribuent des probabilités (pour un total de 100 %) à dix classes de croissance anticipée des prix des logements à un an, allant de – 12 % à + 12 % en glissement annuel. Ces données permettent d'ajuster une fonction de densité de probabilité empirique pour chaque ménage du panel, à partir de laquelle la moyenne et l'écart type individuels peuvent être calculés.

## Graphique A

Ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel et indicateur « l'immobilier résidentiel comme bon investissement »

(échelle de gauche : moyenne de l'indicateur ; échelle de droite : pourcentage de participants)



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

Notes : L'indicateur « l'immobilier résidentiel comme bon investissement » mesure la part des participants à l'enquête considérant l'achat d'un bien immobilier dans leur quartier aujourd'hui comme un « bon » ou un « très bon » investissement. Les droites pointillées bleues et jaunes représentent la moyenne de l'échantillon du ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel (0,62) et de l'indicateur « l'immobilier résidentiel comme bon investissement » (37,5 %), respectivement. Les dernières observations se rapportent à septembre 2025

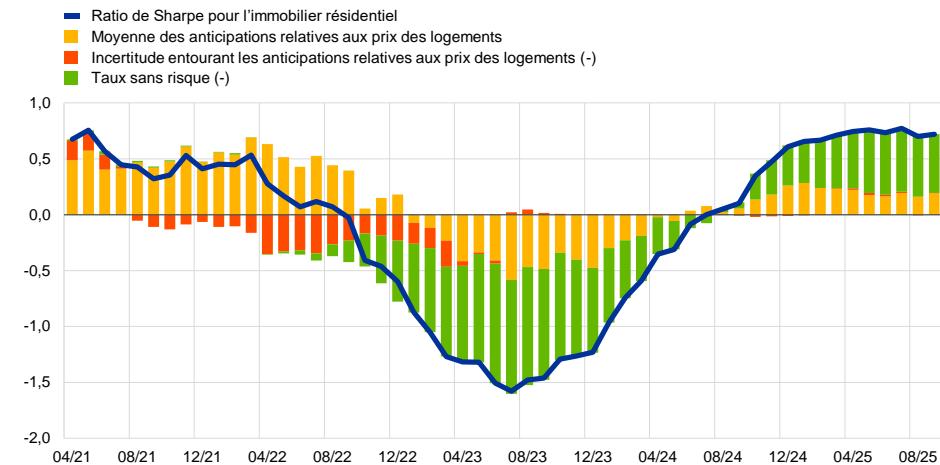
**S'agissant de ses composantes, ces dernières années le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel a principalement reflété les fluctuations des anticipations relatives à la croissance des prix des logements et du taux d'intérêt sans risque (graphique B).** Entre fin 2021 et mi-2023, le (taux de croissance en glissement annuel du) ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel a fortement baissé. L'incertitude relative à la croissance des prix des logements d'abord et les anticipations relatives à la croissance moyenne des prix des logements ensuite ont pesé sur les perceptions des ménages concernant l'attrait de l'immobilier résidentiel. De plus, la hausse du taux sans risque pendant la phase de resserrement de la politique monétaire de la BCE a également exercé des pressions à la baisse sur le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel de mi-2022 à fin 2023. L'augmentation du ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel observée depuis juillet 2023 a été soutenue par une hausse des anticipations des ménages concernant la croissance des prix des logements, l'incertitude n'apportant qu'une contribution mineure<sup>5</sup>. De plus, elle reflète la baisse du taux sans risque, la politique monétaire s'étant à nouveau normalisée en réaction à l'atténuation des tensions inflationnistes.

<sup>5</sup> L'incertitude relative aux prix des logements suit une tendance légèrement baissière depuis début 2022, malgré une volatilité significative des anticipations des ménages concernant la croissance des prix des logements, laquelle s'est dans un premier temps essoufflée avant de se redresser. Cela suggère que, alors que les ménages ont nettement révisé leurs anticipations moyennes, l'incertitude relative à l'ampleur de la croissance des prix des logements a diminué, limitant ainsi le rôle que joue l'incertitude dans le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel.

## Graphique B

### Décomposition du ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel

(variation annuelle de l'indicateur moyen et contribution de ses composantes)



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

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2025

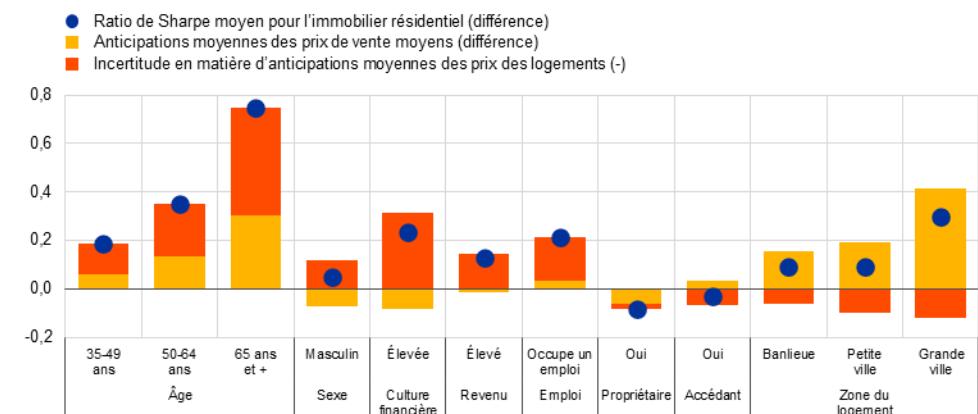
**Le ratio de Sharpe moyen pour l'immobilier résidentiel entre avril 2020 et septembre 2025 varie fortement entre les ménages, dont les opinions sur les futurs prix des logements et l'incertitude qui les entoure diffèrent en fonction de leurs caractéristiques démographiques et économiques (graphique C).** En moyenne, les ménages plus âgés, masculins, plus aisés, occupant un emploi et possédant davantage de connaissances financières affichent des ratios de Sharpe plus élevés que le groupe de ménages de référence. Cela résulte en grande partie d'une incertitude moindre autour des anticipations relatives aux prix des logements, même si les différences en matière d'anticipations moyennes des prix des logements jouent aussi un rôle pour certaines catégories. S'agissant du choix du logement, les ménages vivant en ville ou en banlieue déclarent des ratios plus élevés que ceux vivant en zone rurale, reflétant principalement des anticipations moyennes plus élevées concernant la croissance des prix des logements. De plus, le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel est généralement plus faible pour les propriétaires que pour les locataires, en raison d'anticipations moyennes plus faibles. Parmi les propriétaires toutefois, on n'observe pas de différences significatives entre les non-accédants et les accédants<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Ces profils du ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel selon les différents choix de logement sont très différents de ceux de l'indicateur qualitatif de l'immobilier résidentiel comme bon investissement. D'après ce dernier, les propriétaires perçoivent l'immobilier résidentiel comme un bon investissement nettement plus souvent que les locataires – et cela vaut en particulier les propriétaires accédants. Cf. Battistini *et al.* (2023).

### Graphique C

Ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel par caractéristiques économiques et démographiques des ménages

(différence par rapport à la catégorie de base pour la moyenne de l'indicateur moyen et contributions des composantes)



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

Notes : Les groupes de référence (dans l'ordre) sont définis comme suit : 18-34 ans ; femme ; faible culture financière ; faible revenu ; au chômage ; non propriétaire ; sans prêt hypothécaire ; vivant dans un village. Un revenu faible correspond aux 50 % inférieurs et un revenu élevé aux 20 % supérieurs. Le niveau de culture financière est divisé en deux groupes : les personnes obtenant un score de 3 ou 4 sur 4 au quiz consacré à la culture financière de l'enquête CES (niveau élevé de culture financière) et celles obtenant un score inférieur (niveau faible de culture financière). Propriétaires = « non » si les répondants sont locataires ou occupent le logement à titre gratuit et « oui » s'ils ont déclaré être propriétaires (avec ou sans prêt hypothécaire). Propriétaires accédants = « non » si les participants ont déclaré détenir leur logement en toute propriété et « oui » s'ils ont déclaré avoir un prêt hypothécaire en cours. Les catégories pour les zones où se trouvent les logements sont : (1) une grande ville de plus de 500 000 habitants ; (2) une banlieue ou la périphérie d'une grande ville ; (3) une ville comptant jusqu'à 500 000 habitants ; (4) un village ou une zone rurale. Les ratios de Sharpe moyens et les contributions des composantes sont calculés sur la période allant d'avril 2020 à septembre 2025. Le taux sans risque est exclu de ces calculs, car il est le même pour tous les ménages.

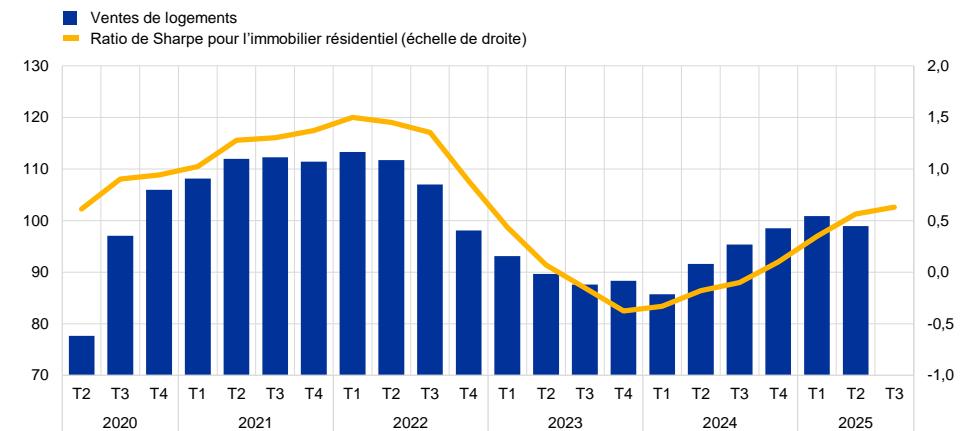
**Le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel indique un nouveau redressement modéré de l'investissement résidentiel.** Une comparaison des évolutions du ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel et des ventes effectives de logements montre une corrélation étroite entre les deux séries, suggérant que ce ratio constitue un indicateur pertinent pour le suivi des évolutions du marché de l'immobilier résidentiel au sens large (graphique D). Plus précisément, la hausse du ratio jusqu'à septembre 2025 indique que les ventes de logements devraient continuer à augmenter, après avoir légèrement baissé au deuxième trimestre. Cette augmentation devrait ensuite soutenir des perspectives à court terme positives pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et la consommation de biens destinés à l'équipement de la maison, qui tendent tous deux à suivre les évolutions des ventes de logements<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Cf. Battistini et Gareis (2025).

## Graphique D

### Ventes de logement et ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel

(échelle de gauche : indice : 2019 = 100 ; échelle de droite : moyennes trimestrielles de l'indicateur moyen)



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

Notes : Les ventes de logements sont fondées sur un agrégat des données Eurostat et des sources de données nationales pour les différents pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2025 pour les ventes de logements et à septembre 2025 pour le ratio de Sharpe pour l'immobilier résidentiel.

## Bibliographie :

Battistini (N.), Charalampakis (E.), Gareis (J.) et Rusinova (D.) (2023), « Pourquoi l'immobilier résidentiel a-t-il perdu son attrait ? Éléments tirés de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs », *Bulletin économique*, n° 5, BCE.

Battistini (N.) et Gareis (J.) (2025), « *The ripple effects of monetary policy on housing and consumption* », *The ECB Blog*, BCE, 31 juillet.

Battistini (N.), Le Roux (J.), Roma (M.) et Vourdas (J.) (2018), « L'état du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

Leamer, E. (2007), « *Housing IS the business cycle* », Actes – Symposium sur la politique économique – Jackson Hole, Banque fédérale de réserve de Kansas City, p. 149-233.

Leamer (E.) (2015), « *Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, n° S1, Mars/Avril 2015, p. 43-50.

Piazzesi (M.) et Schneider (M.) (2016), « *Housing and Macroeconomics* », *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2, p. 1547-1640.

## 6

# Maintien des sureffectifs et anticipations des entreprises

Katalin Bodnár, Vasco Botelho, Laura Lebastard et Marco Weissler

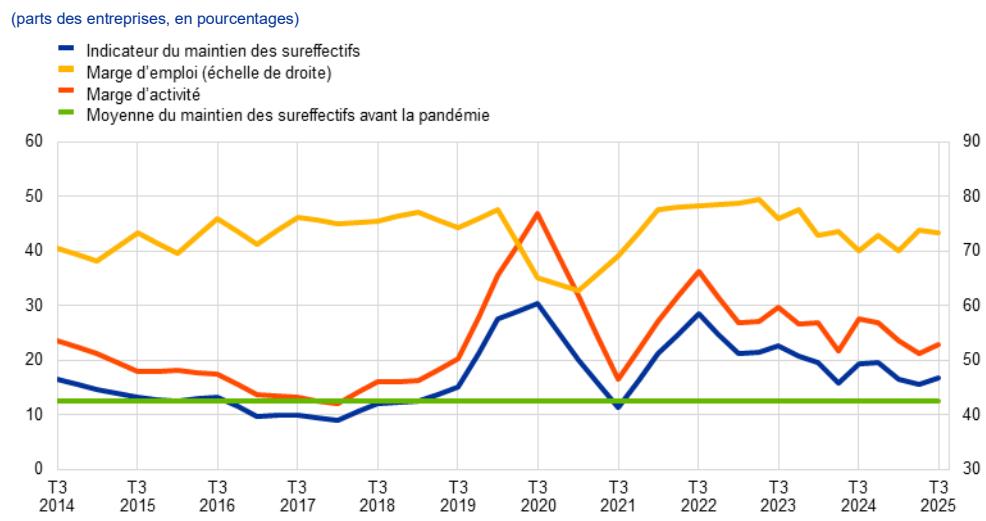
**Les entreprises qui ont été confrontées à des chocs défavorables sur leur activité peuvent décider soit de réduire leur main-d’œuvre, soit de conserver leurs effectifs, c'est-à-dire de « maintenir leurs sureffectifs ».** Le maintien de sureffectifs intervient lorsque les entreprises sont disposées à conserver leurs effectifs même lorsqu’elles sont confrontées à une détérioration de leur situation économique actuelle et/ou attendue, liée par exemple à une baisse de la demande ou à une diminution de la rentabilité. L’indicateur du maintien de sureffectifs de la BCE mesure la proportion d’entreprises n’ayant pas réduit leurs effectifs (marge d’emploi) malgré une détérioration récente de leur situation économique (marge d’activité), en utilisant les données tirées de l’enquête sur l’accès des entreprises au financement (*Access to Finance of Enterprises*, SAFE) dans la zone euro (graphique A)<sup>1</sup>. Le maintien de sureffectifs a constitué un phénomène important en 2022 à la suite de la crise énergétique<sup>2</sup>. Si l’indicateur relatif au maintien de sureffectifs a progressivement diminué depuis la période d’inflation élevée il avait culminé à près de 30 % au troisième trimestre 2022), il reste toutefois supérieur à sa valeur moyenne de 13 % d’avant la pandémie. Au troisième trimestre 2025, 17 % des entreprises ont eu recours au maintien de sureffectifs. La diminution de la rétention de main-d’œuvre est principalement liée à la normalisation de la situation économique des entreprises, car elles sont moins nombreuses à avoir fait état d’une détérioration de cette dernière au cours des trois à six derniers mois. Toutefois, un plus grand nombre d’entreprises sont confrontées à des chocs défavorables qu’avant la pandémie, c'est-à-dire que la marge d’activité reste supérieure au niveau observé au quatrième trimestre 2019.

<sup>1</sup> L’indicateur du maintien de sureffectifs de la BCE et son lien avec la récente reprise conjoncturelle de la productivité du travail sont examinés dans [Botelho \(2024\)](#) et [Arce et Sondermann \(2024\)](#).

<sup>2</sup> La période exceptionnelle de rétention de main-d’œuvre observée pendant la pandémie et la contribution de facteurs uniques tels que le recours généralisé aux dispositifs de maintien de l’emploi à cette époque ne sont pas couvertes dans cet encadré.

## Graphique A

### Maintien des sureffectifs et marges d'ajustement des entreprises



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), et calculs des services de la BCE.

Notes : La marge d'activité reflète la part des entreprises qui ont déclaré avoir fait face à une détérioration de leur situation économique spécifique au cours du trimestre précédent ou actuel, tandis que la marge d'emploi se réfère à la part d'entreprises qui n'ont pas réduit leurs effectifs parmi toutes celles ayant fait état d'une détérioration de leur situation économique. L'indicateur du maintien de sureffectifs de la BCE correspond au produit des deux marges. La moyenne pré-pandémique de l'indicateur du maintien de sureffectifs est calculée pour la période allant de 2014 à 2019. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025.

**Les décisions des entreprises de maintenir leurs sureffectifs reflètent leurs anticipations concernant la situation économique future (graphique B).** Nous classons les entreprises en trois groupes : 1) celles qui ne déclarent pas de détérioration de leur situation économique passée (« *statu quo* ») ; 2) celles qui ont été confrontées à des chocs négatifs mais n'ont pas réduit leurs effectifs (« maintien des sureffectifs ») ; et 3) celles qui ont fait face à des chocs négatifs et ont réduit leurs effectifs (« réduction des effectifs ») au cours du dernier trimestre. Les entreprises classées dans la catégorie « *statu quo* » ne s'attendent pas à une détérioration de leurs ventes ou de leurs investissements au cours des trois prochains mois. Les entreprises des deux autres groupes prévoient une baisse des ventes et de l'investissement, mais les entreprises qui maintiennent leurs sureffectifs ont tendance à être moins pessimistes quant à l'avenir proche que les entreprises qui licencient leurs salariés. Cela suggère que les décisions de maintenir des sureffectifs dépendent des anticipations des entreprises concernant leur situation économique future, au moins à court terme.

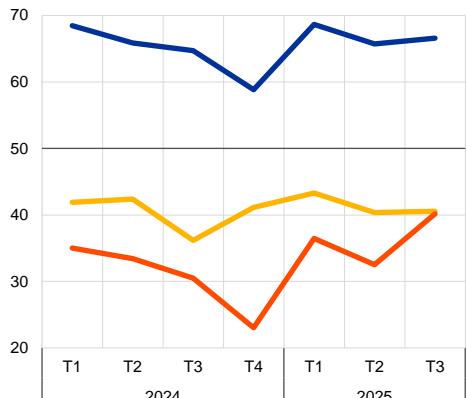
## Graphique B

Anticipations à court terme des entreprises concernant le chiffre d'affaires et l'investissement

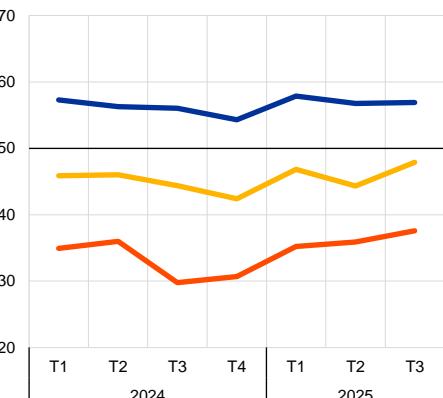
(indice de diffusion ; 50 = territoire neutre)

a) Chiffre d'affaires

— Statu quo  
— Maintien des sureffectifs  
— Réduction des effectifs



b) Investissement



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), et calculs des services de la BCE.

Notes : La catégorie « statu quo » inclut les entreprises qui n'ont pas déclaré de détérioration passée de leur situation économique spécifique ; les entreprises de la catégorie « maintien des sureffectifs » ont été confrontées à des chocs défavorables, mais n'ont pas réduit leurs effectifs au cours du dernier trimestre, tandis que celles de la catégorie « réduction des effectifs » ont fait face à des chocs défavorables et ont réduit leurs effectifs. Les anticipations des entreprises se rapportent au prochain trimestre. Les niveaux supérieurs à 50 signalent une augmentation et les niveaux inférieurs à 50 indiquent une diminution. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025.

**Les entreprises qui maintiennent leurs sureffectifs s'attendent à une croissance des coûts de main-d'œuvre plus élevée que les autres entreprises qui ont été confrontées à une détérioration de leur activité, principalement en raison d'anticipations de croissance plus forte de l'emploi (graphique C).** Les anticipations relatives à la croissance des coûts de main-d'œuvre des entreprises du groupe « maintien des sureffectifs » sont légèrement inférieures à celles des entreprises de la catégorie « statu quo », mais généralement supérieures aux anticipations des entreprises ayant réduit leurs effectifs. La décomposition de cette croissance attendue des coûts de main-d'œuvre en anticipations de croissance de l'emploi et des salaires montre que les entreprises de la catégorie « statu quo » s'attendent à une augmentation de l'emploi au cours de l'année à venir. Les entreprises du groupe « maintien des sureffectifs » s'attendent à ce que l'emploi reste globalement inchangé, tandis que les entreprises qui ont déjà réduit leurs effectifs s'attendent à ce que la croissance de l'emploi reste négative. Toutefois, dans tous les groupes, les entreprises ont tendance à avoir des anticipations comparables concernant la croissance des salaires nominaux par travailleur. Cette tendance suggère que la négociation collective et les mécanismes centralisés de fixation des salaires pourraient jouer un rôle important<sup>3</sup>. Ainsi, les différences dans la croissance prévue des coûts de main-d'œuvre résultent principalement

<sup>3</sup> La similarité dans la croissance des salaires est également cohérente avec un marché du travail concurrentiel entièrement décentralisé, car les salaires se sont harmonisés sur un marché du travail compétitif. Cf. Bates et al. (2025) pour une vue d'ensemble des évolutions récentes de la croissance des salaires. En outre, Bates et al. (2024) fournissent une analyse des accords de négociation collective.

d'anticipations de la croissance de l'emploi différentes entre les groupes d'entreprises.

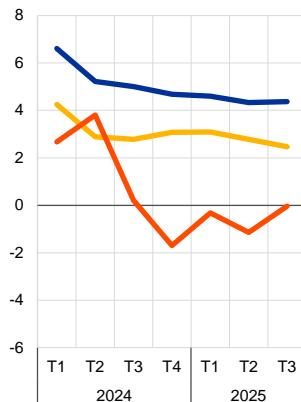
### Graphique C

Anticipations des entreprises relatives à la croissance de leurs coûts totaux de main-d'œuvre, de l'emploi et des salaires

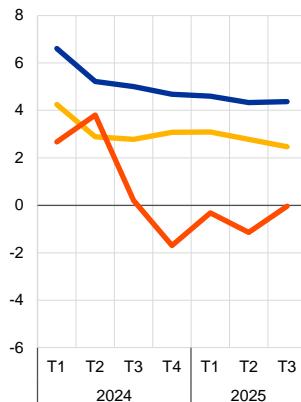
(variations annuelles en pourcentage)

a) Coûts de main-d'œuvre

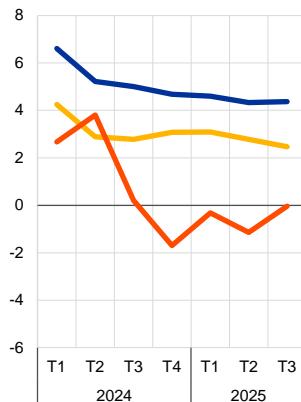
- Statu quo
- Maintien des sureffectifs
- Réduction des effectifs



b) Emploi



c) Croissance des salaires nominaux par travailleur



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre les anticipations des entreprises pour les 12 prochains mois. La croissance des coûts totaux de main-d'œuvre est calculée comme la croissance de l'emploi multipliée par la croissance des salaires nominaux. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025.

**Les entreprises qui font état d'une détérioration de leur activité ont tendance à avoir des anticipations à un an plus faibles concernant les hausses futures de leurs prix de vente (graphique D).** Les entreprises dans la catégorie « statu quo » s'attendent à ce que leurs prix de vente continuent d'augmenter à un rythme plus rapide (de 3,1 % en glissement annuel au troisième trimestre 2025) que les entreprises qui ont été affectées négativement par des chocs sur leur activité dans le passé (1,9 % pour les entreprises qui maintiennent leurs sureffectifs et 1,6 % pour celles qui ne les maintiennent pas au troisième trimestre 2025). Ces différences ne résultent pas des anticipations des entreprises relatives à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), car tous les groupes présentent en moyenne des anticipations comparables en matière d'inflation mesurée par l'IPCH. Cela suggère que, indépendamment de la décision de maintenir des sureffectifs, les entreprises affectées par une détérioration de leur activité ne s'attendent pas à pouvoir augmenter leurs prix autant que leurs pairs, ce qui laisse présager une demande plus faible pour leurs produits ou des pressions concurrentielles plus fortes. Cette baisse du pouvoir de fixation des prix, combinée à une croissance comparable des

salaires, pourrait éroder les marges bénéficiaires, obligeant ces entreprises à explorer d'autres canaux pour réduire leurs coûts de main-d'œuvre<sup>4</sup>.

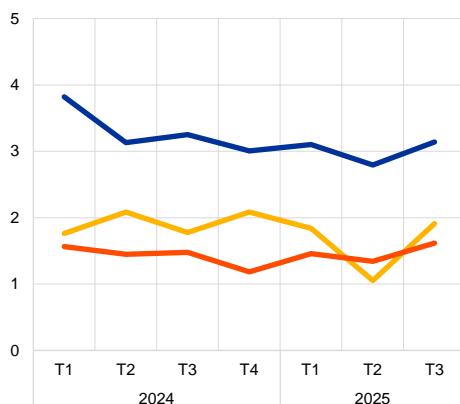
#### Graphique D

#### Anticipations des entreprises relatives aux prix de vente et à l'inflation

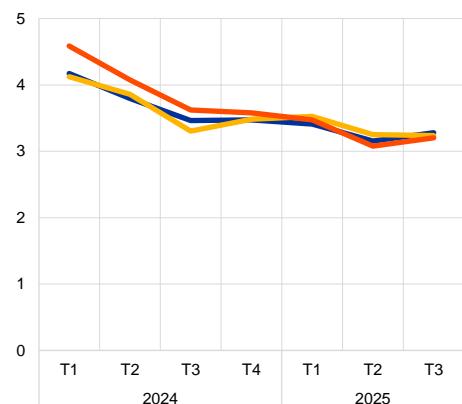
(variations annuelles en pourcentage)

a) Prix de vente propres aux entreprises

- Statu quo
- Maintien des sureffectifs
- Réduction des effectifs



b) Hausse de l'IPCH



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre les anticipations des entreprises pour les 12 prochains mois. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025.

**Dans l'ensemble, des éléments indiquent qu'il existe un lien entre les décisions des entreprises de maintenir des sureffectifs et leurs anticipations relatives à la croissance future des coûts de main-d'œuvre.** Le graphique E illustre les facteurs qui déterminent les anticipations des entreprises relatives à la croissance des coûts totaux de main-d'œuvre dans les différents groupes. L'augmentation des anticipations de croissance des coûts de main-d'œuvre des entreprises dans la catégorie « statu quo » peuvent s'expliquer par leurs anticipations plus élevées concernant l'emploi (barres bleues). En revanche, les entreprises des groupes « maintien de sureffectifs » et « réduction des effectifs » s'attendent à une croissance plus faible de l'emploi, mais à des coûts de main-d'œuvre plus élevés une fois déflatés par leurs propres prix de vente (barres vert clair). Cet indicateur des salaires réels correspond au prix de la main-d'œuvre pertinent pour les entreprises, car il reflète leur capacité à financer les coûts de main-d'œuvre en augmentant leurs prix de vente. Étant donné que les entreprises appartenant aux groupes « maintien des sureffectifs » et « réduction des effectifs » prévoient d'être moins à même d'augmenter leurs prix de vente à l'avenir, elles s'attendent à ce que leur main-d'œuvre actuelle devienne relativement plus coûteuse au cours de l'année à venir. Par conséquent, les anticipations des entreprises en matière de croissance des coûts de main-d'œuvre fournissent des informations précieuses pour évaluer les décisions de maintenir des sureffectifs.

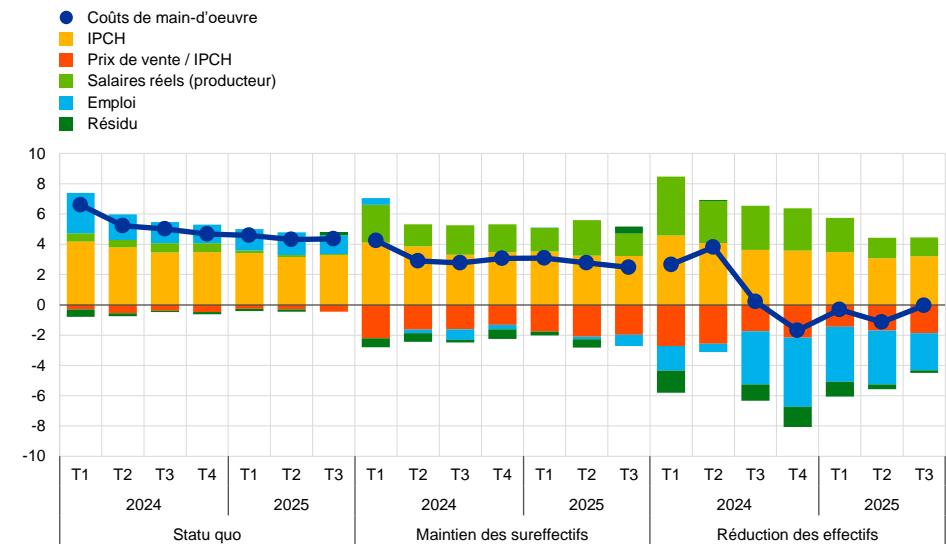
<sup>4</sup> Ferrando *et al.* (2025) établit un lien entre les anticipations d'inflation mesurées par l'IPCH et les anticipations relatives à la croissance de l'emploi, même si ce canal contribue peu à l'évolution des anticipations d'inflation au fil du temps.

Elles permettent également de mieux comprendre la reprise conjoncturelle de la productivité du travail qui suit généralement les périodes caractérisées par une rétention de main-d'œuvre importante.

### Graphique E

#### Décomposition des anticipations de croissance des coûts de main-d'œuvre par groupe d'entreprises

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



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique décompose en composantes l'évolution des anticipations des entreprises relatives aux coûts de main-d'œuvre : emploi, salaire réel et hausse des prix de vente. L'indicateur relatif aux salaires réels reflète la capacité de l'entreprise à financer les coûts de main-d'œuvre en augmentant ses prix de vente. Pour une même hausse de salaire, un travailleur devient plus coûteux si l'entreprise est moins à même d'augmenter ses prix par rapport à ses pairs. La composante hausse des prix a été réécrite au regard des anticipations des entreprises en matière d'IPCH. Ainsi, la composante « Prix de vente / IPCH » correspond au ratio entre les anticipations de hausse des prix de vente et les anticipations d'inflation mesurée par l'IPCH, et fournit une indication de la manière dont les entreprises anticipent l'évolution de leurs prix de vente par rapport à l'inflation mesurée par l'IPCH. La décomposition est additive, les composantes s'additionnant pour représenter le coût total attendu de la main-d'œuvre. Le résidu tient compte des éventuels biais d'agrégation, car toutes les réponses correspondent aux anticipations des entreprises pour l'année à venir et sont extraites de l'enquête SAFE. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2025.

### Bibliographie :

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

Bates (C.), Bodnár (K.), Healy (P.) et Roca I Llevadot (M.) (2025), « *Les évolutions des salaires pendant et après la période d'inflation élevée* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE.

Bates (C.), Botelho (V.), Holton (S.), Roca I Llevadot (M.) et Stanislao (M.) (2024), « *The ECB wage tracker: your guide to euro area wage trends* », *The ECB Blog*, BCE, 18 décembre.

Botelho (V.) (2024), « *L'augmentation des marges bénéficiaires a aidé les entreprises à maintenir leurs sureffectifs* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

Ferrando (A.), Lamboglia (S.) et Rariga (J.) (2025), « [Déterminants des anticipations d'inflation des entreprises dans l'enquête SAFE](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE.

## 7

# Dans le panier de consommation alimentaire : comprendre la récente hausse des prix

Colm Bates, Friderike Kuik, Elisabeth Wieland et Zivile Zekaite

**Il est important de comprendre la persistance de la hausse des prix de l'alimentation en 2025, notamment parce que la dynamique des prix alimentaires joue un rôle majeur dans les perceptions d'inflation des consommateurs et dans les anticipations d'inflation à court terme.** Les consommateurs prêtent une attention particulière aux évolutions des prix des produits alimentaires car ils achètent fréquemment ces produits, qui représentent une part conséquente de leur budget et dont les possibilités de substitution sont limitées. Cela signifie que les achats alimentaires peuvent influencer de manière disproportionnée leurs croyances relatives à l'inflation totale<sup>1</sup>. Dans son enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), la Banque centrale européenne (BCE) a collecté des informations détaillées sur les perceptions et les anticipations relatives à l'inflation pour des rubriques majeures des paniers de consommation, de manière semi-régulière depuis 2022. L'analyse montre que les perceptions et anticipations relatives à la hausse des prix des produits alimentaires exercent une influence relativement importante sur les perceptions de l'inflation totale et sur les anticipations à un an (graphique A, partie a). Sur des horizons plus longs, les produits alimentaires ne jouent pas un rôle si important. En outre, près des deux tiers des participants déclarent que les prix des produits alimentaires influencent leurs anticipations d'inflation, une part plus élevée que pour toute autre rubrique du panier (graphique A, partie b). Ces participants sont davantage susceptibles d'anticiper une inflation supérieure à la cible de 2 % de la BCE pour les 12 prochains mois que le tiers restant. Il est donc important de comprendre la dynamique récente des prix des produits alimentaires pour le suivi de l'inflation totale et l'évaluation des anticipations des consommateurs.

---

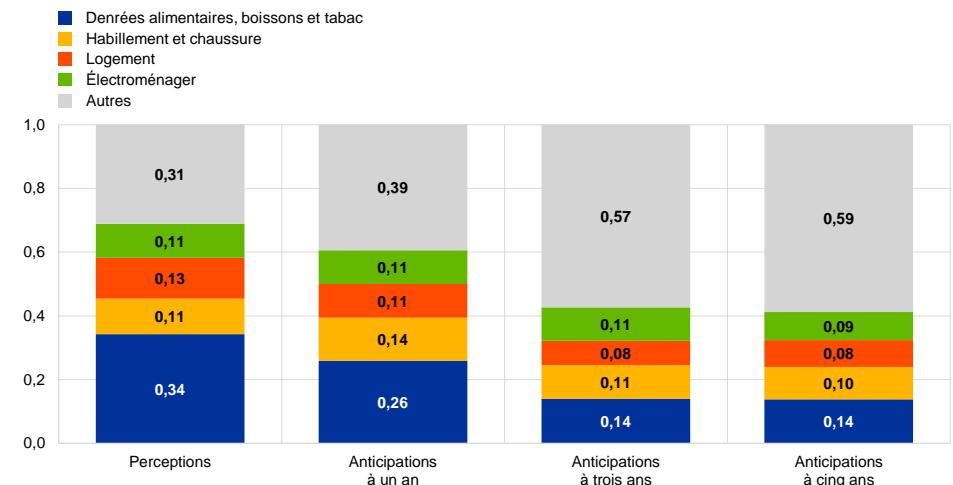
<sup>1</sup> Cf. D'Acunto *et al.* (2025) et les références qui y figurent.

## Graphique A

### Pertinence des prix des produits alimentaires pour les anticipations d'inflation

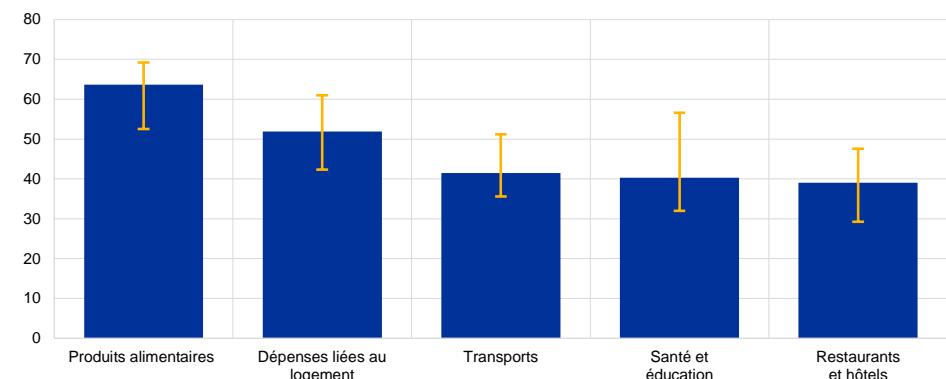
#### a) Importance relative de la hausse des prix des produits alimentaires pour les perceptions et les anticipations en matière d'inflation

(poids relatifs)



#### b) Les cinq principaux déterminants des anticipations d'inflation des consommateurs

(pourcentages, part en pourcentage des personnes interrogées)



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

Notes : Le graphique de la partie a) montre les poids relatifs des rubriques du panier de consommation à partir du pouvoir explicatif supplémentaire des rubriques dans les régressions des perceptions d'inflation (première barre) et des anticipations d'inflation (en contrôlant par les perceptions, autres barres) sur une régression n'utilisant que les effets fixes. La catégorie « Autres » inclut les contributions des rubriques « Santé », « Transport », « Communication », « Loisirs et culture », « Éducation » et « Restaurants et hôtels ». Les données CES se rapportent à décembre 2022, janvier, juillet et décembre 2023, janvier 2024, et mai et juin 2025. La partie b) présente les réponses à la question suivante dans l'enquête CES : *Lorsque vous pensez à l'évolution des prix en général dans le pays dans lequel vous vivez actuellement au cours des 12 prochains mois, quelles seront les rubriques parmi celles listées ci-après qui influencent vos anticipations ?* Les intervalles jaunes indiquent les parts minimales et maximales déclarées dans les différents pays. « Produits alimentaires » désigne les denrées alimentaires, les boissons et le tabac.

**La hausse des prix des produits alimentaires est restée marquée cette année, mais cela est dû principalement à un petit nombre de rubriques<sup>2</sup>.** Le taux annuel de hausse des prix des produits alimentaires mesurée par l'IPCH dans la zone euro est revenu à 2,4 % en novembre 2025, après un pic à 15,5 % en mars 2023. Il s'est situé en moyenne à 2,9 % en 2025 (de janvier à novembre) et est resté supérieur à sa moyenne pré-pandémique de long terme de 2,2 % calculée depuis décembre 2021. Parmi les différentes composantes de la catégorie « produits

<sup>2</sup> Cf. également Bobeica, Koester et Nickel (2025).

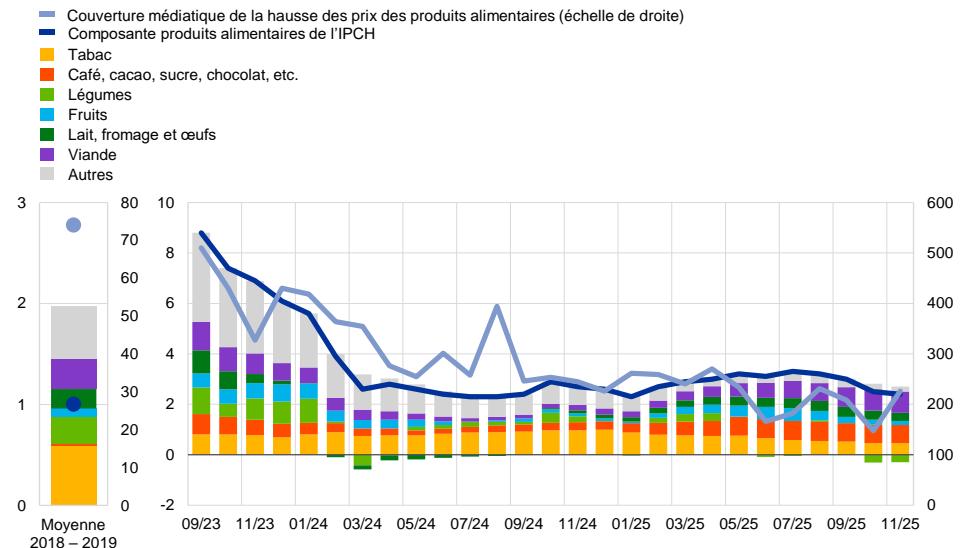
alimentaires » de l'IPCH, les principaux déterminants du taux d'inflation moyen mentionné ci-dessus en 2025 sont : « café, thé et cacao », « sucre, confiture, miel, chocolat et confiserie » et « viande ». Ces derniers mois, le café, le thé, le cacao, les confiseries et la viande ont représenté plus de 50 % du taux annuel de la hausse des prix des produits alimentaires, malgré un poids de moins de 25 % dans la catégorie « produits alimentaires » de l'IPCH. En revanche, les contributions des autres composantes alimentaires se sont largement normalisées depuis la forte accélération de l'inflation en 2022-2023. L'attention portée à la hausse des prix des produits alimentaires dans les médias s'est également atténuée, mais elle reste plus forte qu'en 2019 (graphique B, partie a). Plus récemment, les taux de croissance en glissement mensuel suggèrent une atténuation des tensions sur les prix pour certaines composantes, comme le café, le thé, le cacao et les confiseries (graphique B, partie b), et les taux annuels ont commencé à se rapprocher de leur moyenne de long terme.

## Graphique B

### Hausse des prix des produits alimentaires mesurée par l'IPCH

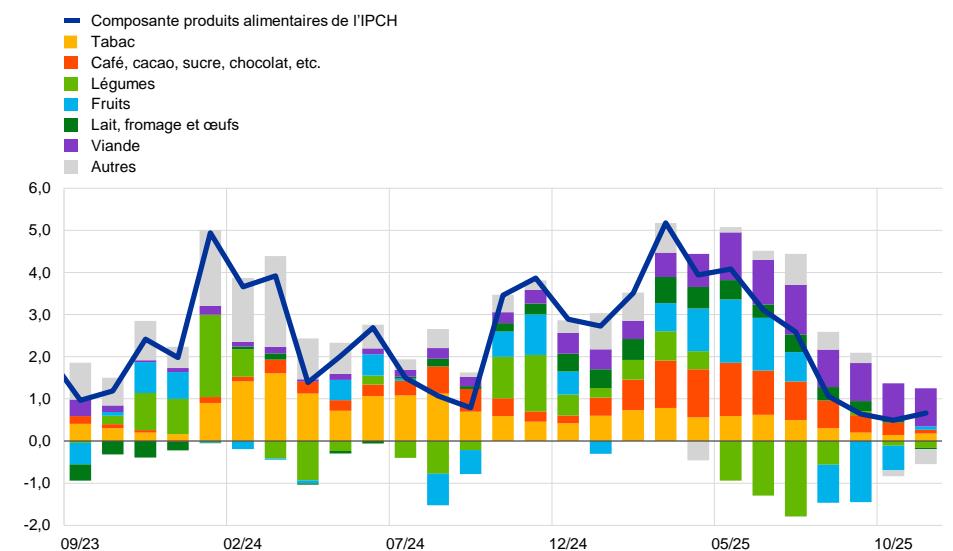
#### a) Hausse des prix des produits alimentaires mesurée par l'IPCH et couverture médiatique

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage, contributions en points de pourcentage ; échelle de droite : indice)



#### b) Évolutions à court terme des prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH

(moyenne mobile sur trois mois des variations en pourcentage en glissement mensuel annualisées, contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Factiva et calculs de la BCE.

Notes : À partir de 15 catégories de la COICOP (principalement au niveau à quatre chiffres). « Autres » inclut les composantes « Pain et céréales », « Poisson », « Huiles et matières grasses », « Produits alimentaires n.c.a », « Eaux minérales, boissons non alcoolisées, jus de fruits et de légumes », « Spiritueux », « Vin » et « Bière ». « La couverture médiatique de la hausse des prix des produits alimentaires » correspond à la moyenne mensuelle d'un indice journalier sous-jacent actualisé tel que décrit par Araab *et al.* (2025). Les dernières observations se rapportent à novembre 2025.

**Les prix des matières premières alimentaires ont constitué d'importants déterminants des récentes hausses des prix à la consommation des produits alimentaires, reflétant des événements météorologiques extrêmes ainsi que**

**d'autres facteurs structurels.** Les cours du cacao et du café ont atteint de nouveaux points hauts au début de l'année 2025, ayant plus que doublé depuis janvier 2024 (graphique C, partie a). Si les cours du cacao et du café ont légèrement diminué par rapport à leurs pics respectifs, les hausses passées se sont transmises aux prix à la consommation des produits alimentaires avec un décalage. Ces hausses peuvent être partiellement attribuées aux événements météorologiques extrêmes (Kotz *et al.*, 2025) De même, les conclusions des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières suggèrent que les évolutions des prix des produits alimentaires sont également affectées par le changement climatique (Kuik *et al.*, 2025). Par exemple, nous estimons que la canicule de l'été 2025 pourrait avoir entraîné une hausse des prix des produits alimentaires non transformés dans la zone euro de 0,4 à 0,7 point de pourcentage après un an<sup>3</sup>. D'un autre côté, les prix de la viande européenne (particulièrement ceux du bœuf) ont été déterminés par une diminution structurelle et continue de l'offre, dans un contexte de demande robuste<sup>4</sup>. Ainsi, en Europe, les prix de la viande au départ de l'exploitation ont atteint un point haut en juin 2025, à un niveau 17 % plus élevé qu'en janvier 2024, avant de redescendre légèrement par la suite.

<sup>3</sup> Selon une mise à jour de l'analyse publiée dans Kotz *et al.* (2024).

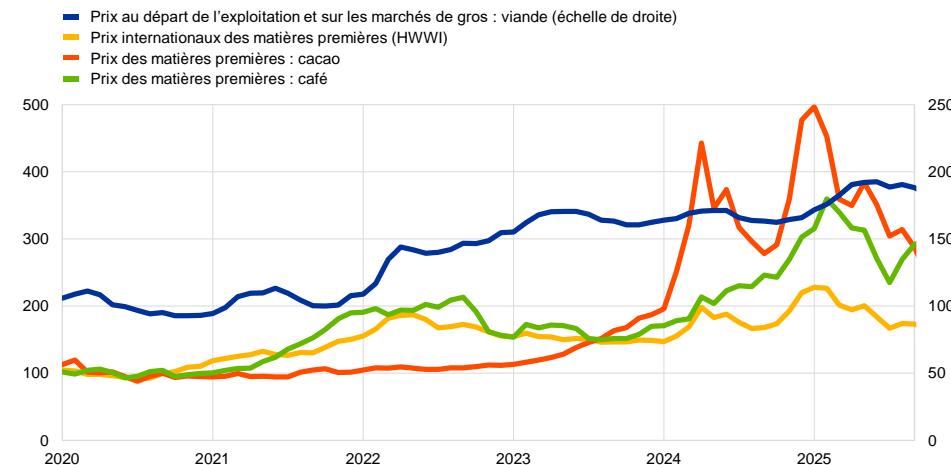
<sup>4</sup> Cf. [fiche d'information sur le marché de la viande](#) de la Commission européenne pour de plus amples détails.

## Graphique C

Déterminants de la hausse des prix des produits alimentaires mesurée par l'IPCH

### a) Évolution des prix des matières premières alimentaires

(indices, 2020 = 100)

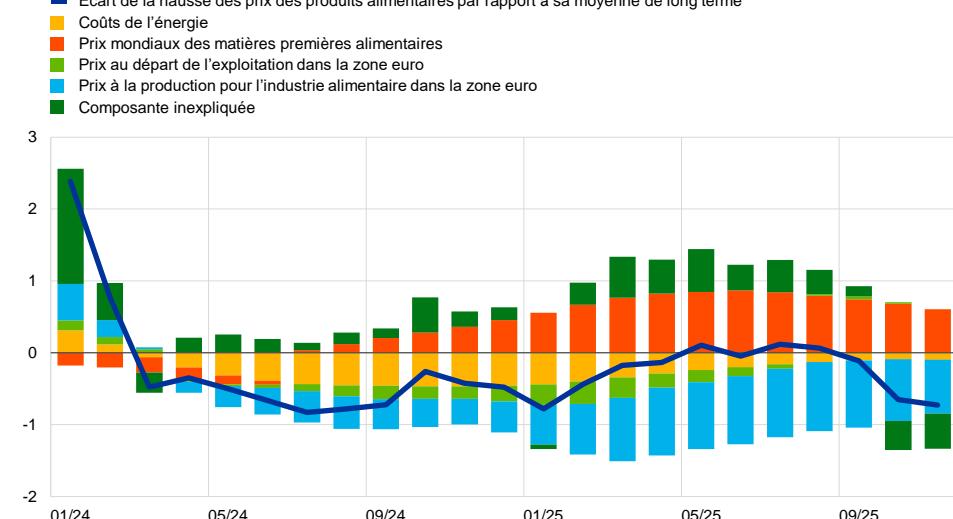


### b) Décomposition fondée sur un modèle de la hausse des prix des produits alimentaires mesurée par l'IPCH

(contributions en points de pourcentage aux écarts par rapport aux moyennes de long terme)

Legend:

- Écart de la hausse des prix des produits alimentaires par rapport à sa moyenne de long terme
- Coûts de l'énergie
- Prix mondiaux des matières premières alimentaires
- Prix au départ de l'exploitation dans la zone euro
- Prix à la production pour l'industrie alimentaire dans la zone euro
- Composante inexpliquée



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

Notes : Dans la partie a), les dernières observations se rapportent à novembre 2025. Dans la partie b), le graphique présente une décomposition fondée sur un modèle vectoriel autorégressif bayésien des facteurs à l'origine de l'écart de la hausse des prix des produits alimentaires dans la zone euro par rapport à sa moyenne de long terme (et à sa situation initiale) à l'aide de la boîte à outils BEAR de la BCE. L'identification des déterminants suit la décomposition de Cholesky définie par Ferrucci *et al.* (2012), qui impose l'ordre suivant en matière d'innovations : prix mondiaux des matières premières alimentaires (en euros, à partir du HWWI), prix à la production pour l'énergie dans la zone euro, prix au départ de l'exploitation dans la zone euro, prix à la production dans le secteur alimentaire, prix à la consommation. Ce classement respecte l'hypothèse relative à la chaîne des prix. L'échantillon de l'estimation s'étend de décembre 1996 à novembre 2025.

**Une décomposition fondée sur un modèle de la hausse des prix des produits alimentaires en ses déterminants suggère également que les prix des matières premières ont joué un rôle plus important récemment (graphique C, partie b)<sup>5</sup>.**

La décomposition montre une modération des tensions sur les coûts ces derniers

<sup>5</sup> Pour plus de détails sur la décomposition fondée sur un modèle, cf. Kuik *et al.* (2024).

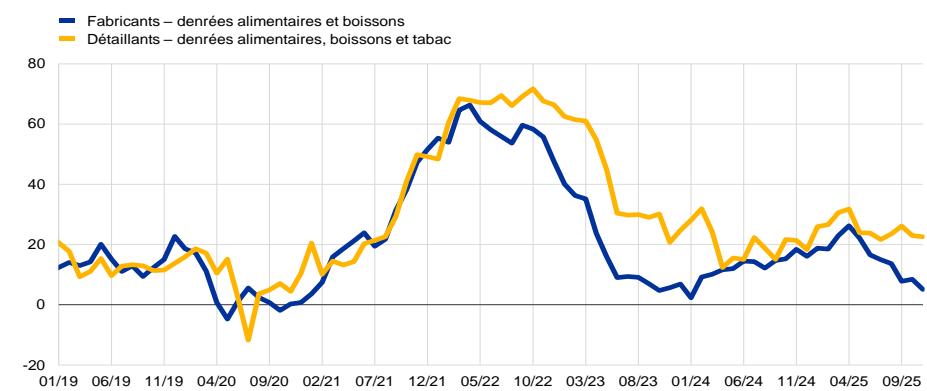
mois, en raison de contributions légèrement plus faibles des prix internationaux des matières premières et d'une plus faible contribution (désormais négative) d'une composante « inexpliquée » qui pourrait être liée à la transmission de la croissance passée des salaires au secteur du détail<sup>6</sup>. Par exemple, les dernières données sur la rémunération sectorielle par tête montrent que la croissance des salaires dans le secteur du commerce, des transports et de l'hébergement (qui inclut l'alimentation de détail) est restée élevée au premier semestre 2025, à un niveau supérieur à sa moyenne d'avant la pandémie.

**Pour la période à venir, la hausse des prix des produits alimentaires devrait continuer à se ralentir, sous l'effet à court terme d'une baisse des anticipations relatives aux prix de vente.** Les projections macroéconomiques de décembre 2025 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires à court terme, qui devrait revenir à 2,1 % au troisième trimestre 2026 et rester à des niveaux modérés sur le reste de l'horizon de projection. À très court terme, cette hypothèse est reprise par les fabricants de denrées alimentaires et de boissons dans l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises, dont les anticipations relatives aux prix de vente pour les trois prochains mois ont baissé depuis avril, revenant au-dessous de la moyenne de long terme observée entre 1999 et 2019 (graphique D). En revanche, les anticipations relatives aux prix de vente des détaillants de denrées alimentaires, de boissons et de tabac se sont modérées moins nettement et sont également restées au-dessus de leur moyenne de long terme, ce qui pourrait refléter partiellement la croissance toujours élevée des salaires dans ce secteur.

#### Graphique D

Anticipations relatives aux prix de vente des fabricants de denrées alimentaires et des détaillants – trois prochains mois

(en points de pourcentage, soldes corrigés des variations saisonnières)



Source : Commission européenne.

Notes : Les soldes sont construits comme la différence entre les pourcentages de participants donnant des réponses positives et négatives. La dernière observation se rapporte à novembre 2025.

<sup>6</sup> Il convient de noter que le modèle tient implicitement compte des salaires dans le secteur producteur par le biais des prix à la production.

## Bibliographie

- Aarab (I.), Bañura (M.), Bobeica (E.) et Leguay (E.) (2025), « *Le suivi de l'attention portée à l'inflation dans les nouvelles* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE.
- Bobeica (E.), Koester (G.) et Nickel (C.) (2025), « *When groceries bite: the role of food prices for inflation in the euro area* », *Le Blog de la BCE*, BCE, 25 septembre.
- D'Acunto (F.), De Fiore (F.), Sandri (D.) et Weber (M.) (2025), « *A global survey of household perceptions and expectations* », *BIS Quarterly Review*, septembre.
- Ferrucci (G.), Jiménez-Rodríguez (R.) et Onorante (L.) (2012), « *Food price pass-through in the euro area: non-linearities and the role of the Common Agricultural Policy* », *International Journal of Central Banking*, vol. 8, mars, p. 179-218.
- Kotz (M.), Donat (M.G.), Lancaster (T.), Parker (M.), Smith (P.), Taylor (A.) et Vetter (S.H.) (2025), « *Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks* », *Environmental Research Letters*, vol. 20, n° 8.
- Kotz (M.), Kuik (F.), Lis (E.) et Nickel (C.) (2024), « *Global warming and heat extremes to enhance inflationary pressures* », *Nature Communications Earth & Environment*, vol. 5, n° 115.
- Kuik (F.), Lis (E.M.), Paredes (J.) et Rubene (I.) (2024), « *Quels ont été les déterminants de l'inflation alimentaire dans la zone euro au cours des deux dernières années ?* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.
- Kuik (F.), Morris (R.), Roma (M.) et Slavík (M.) (2025), « *Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE.

## Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 30 juillet au 4 novembre 2025

Kristian Tötterman et Samuel Bieber

**Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2025.** Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 30 juillet au 4 novembre 2025 (la « période sous revue »).

**L'excédent de liquidité dans le système bancaire de la zone euro a continué de diminuer progressivement.** 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 purchasing 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. Cette baisse a été en partie contrebalancée par la réduction continue de l'absorption de liquidité via le solde des facteurs autonomes.

### Analyse des facteurs autonomes du point de vue de la liquidité

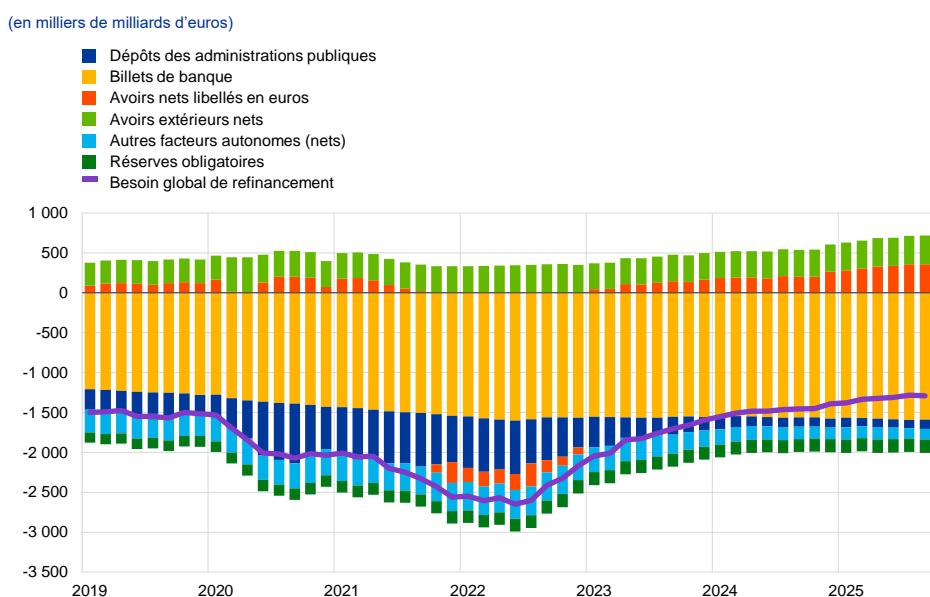
**À compter du présent Bulletin économique, la manière dont les postes du bilan de l'Eurosystème sont classés dans cet encadré sera légèrement modifiée. Ce changement vise à améliorer la compréhension des facteurs qui déterminent les évolutions des facteurs autonomes et leurs répercussions sur la liquidité.** Concernant l'analyse des conditions de la liquidité de l'Eurosystème, les facteurs autonomes sont classés comme suit : 1) avoirs nets libellés en euros, 2) avoirs extérieurs nets, 3) dépôts des administrations publiques, 4) billets de banque et 5) autres facteurs autonomes (nets). Les deux premiers sont des facteurs d'apport de liquidité en termes nets, tandis que les trois autres sont des facteurs de retrait de liquidité en termes nets. La répartition des éléments du bilan dans ces groupes est désormais légèrement différente. Premièrement, les comptes de réévaluation des avoirs non libellés en euros, auparavant classés dans les autres facteurs autonomes (nets), ont été intégrés à la catégorie avoirs extérieurs nets, ce qui rend plus transparent l'impact habituellement minime sur la liquidité des variations de cette catégorie. Deuxièmement, les avoirs nets libellés en euros recouvrent désormais l'ensemble des principales activités de collecte de dépôts et d'investissements libellées en euros et non liées à la politique monétaire. Auparavant, seules certaines de ces activités étaient assignées à cette catégorie, tandis que les postes restants étaient attribués aux autres facteurs autonomes (nets). Troisièmement, la catégorie des autres facteurs autonomes (nets) résiduels inclut désormais un nombre nettement moins élevé de postes de bilan, tels que les fonds propres, les réserves et les provisions de l'Eurosystème. Les séries

chronologiques historiques, qui reflètent cette ventilation révisée, sont disponibles via le portail de données de la BCE à la page [Liquidity table publication](#).

## Besoin de refinancement

**Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 30 milliards d'euros pour s'établir à 1 288 milliards (graphique A).** Cette baisse résulte d'une hausse des facteurs autonomes d'apport de liquidité et d'une légère réduction des facteurs autonomes de retrait de liquidité. Les réserves obligatoires sont restées stables à 168 milliards d'euros, sans incidence sur le besoin total de refinancement (tableau A).

**Graphique A**  
Variations des besoins de liquidités agrégés



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à la sixième période de constitution de 2025.

**Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 28 milliards d'euros au cours de la période sous revue, reflétant principalement une hausse de 25 milliards d'euros des actifs nets libellés en euros.** Cette augmentation globale est principalement attribuable à la baisse continue des dépôts ne relevant pas de la politique monétaire libellés en euros. Les placements qui ne sont pas liés à la mise en œuvre de la politique monétaire libellés en euros ont légèrement augmenté, ce qui a également contribué à la hausse des avoirs nets libellés en euros. Dans le même temps, les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 3 milliards d'euros, ce qui n'a exercé qu'un impact minime sur les conditions globales de la liquidité.

**Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont diminué de 3 milliards d'euros au cours de la période sous revue, principalement en raison d'une baisse des autres facteurs autonomes.** En moyenne, les autres facteurs autonomes nets ont diminué de 18 milliards d'euros, ce qui reflète principalement une réduction du côté du passif. Les dépôts des administrations publiques ont légèrement augmenté, de 6 milliards d'euros, pour s'établir à 110 milliards d'euros, sous l'effet d'une hausse des émissions de titres de dette publique à l'automne et, par conséquent, d'une augmentation des coussins de liquidité détenus par les trésors publics nationaux. La valeur moyenne des billets en circulation a légèrement augmenté, de 8 milliards d'euros au cours de la période sous revue, pour s'établir à 1 591 milliards.

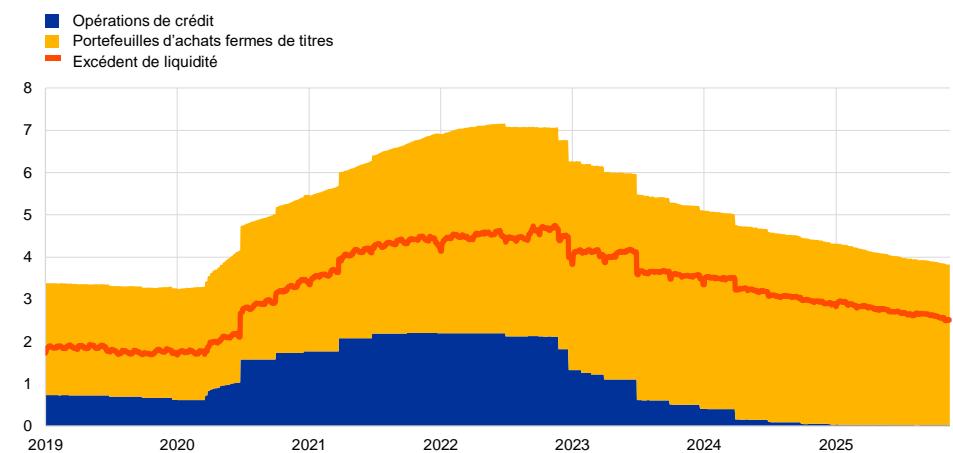
## Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 127 milliards d'euros pour s'établir à 3 901 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).** Cette baisse de l'offre de liquidité résulte en grande partie d'une réduction des portefeuilles d'achats fermes de titres de l'Eurosystème.

### Graphique B

Variations de la liquidité quotidienne fournie par le biais des opérations d'*open market* et de l'excédent de liquidité

(en milliers de milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à la sixième période de constitution de 2025.

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a diminué de 125 milliards d'euros, pour s'établir à 3 881 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).** Cette baisse s'explique par le fait que les avoirs détenus au titre de l'APP et du PEPP arrivés à échéance n'ont pas été réinvestis.

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 3 milliards d'euros, pour s'établir à 21 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 diminué d'environ 1 milliard et 2 milliards d'euros, respectivement. La participation modérée des banques à ces opérations régulières reflète leur situation de liquidité confortable et la disponibilité d'autres sources de financement à des taux de marché et des échéances attractifs.

## Excédent de liquidité

**Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité a diminué de 97 milliards d'euros, pour s'établir à 2 614 milliards (graphique B).**

L'excédent de liquidité correspond à la somme de l'excédent des réserves détenues par les banques 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 a diminué de façon constante.

## Évolutions des taux d'intérêt

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

**Le taux moyen à court terme de l'euro (€STR) a très légèrement augmenté au cours de la période sous revue, tout en maintenant un écart négatif par rapport au taux de la facilité de dépôt.** En moyenne, l'€STR était inférieur de 7,5 points de base au taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, soit un léger resserrement par rapport à l'écart de 7,9 points de base observé aux troisième et quatrième périodes de constitution de 2025.

**Le taux repo moyen dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, est resté plus proche du taux de la facilité de dépôt que de l'€STR.** En moyenne, le taux repo était égal au taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue, ce qui a également été le cas lors des troisième et quatrième périodes de constitution de 2025.

**Tableau A**  
Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 30 juillet – 4 novembre 2025						Précédente période sous revue : 23 avril – 29 juillet 2025	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : 30 juillet – 16 septembre 2025		Sixième période de constitution : 17 septembre – 4 novembre 2025			
<b>Facteurs d'apport de liquidité</b>								
Facteurs autonomes	713	(+28)	711	(+24)	715	(+4)	685 (+43)	
- Avoirs extérieurs nets	356	(+3)	354	(+0)	358	(+5)	353 (+6)	
- Avoirs nets libellés en euros	357	(+25)	358	(+24)	357	(-1)	332 (+37)	
Opérations de politique monétaire	3 901	(-127)	3 931	(-57)	3 871	(-60)	4 028 (-156)	
- MRO	9	(-1)	8	(-0)	10	(+2)	10 (+0)	
- LTRO	12	(-2)	12	(-1)	11	(-1)	13 (-3)	
- Portefeuilles d'achats fermes de titres	3 881	(-125)	3 911	(-56)	3 850	(-61)	4 005 (-154)	
- Autre apport de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0 (+0)	
<b>Facteurs de retrait de liquidité</b>								
Facteurs autonomes	1 844	(-3)	1 838	(-7)	1 850	(+12)	1 847 (+6)	
- Billets en circulation	1 591	(+8)	1 593	(+5)	1 590	(-2)	1 583 (+14)	
- Dépôts des administrations publiques	110	(+6)	104	(+1)	116	(+11)	104 (-5)	
- Autres facteurs autonomes (nets) <sup>1)</sup>	143	(-18)	141	(-13)	144	(+3)	161 (-2)	
Opérations de politique monétaire								
- Autre absorption de liquidité	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0 (+0)	
<b>Liquidité et facilités permanentes</b>								
- Comptes courants des établissements de crédit	174	(+1)	173	(+1)	175	(+1)	172 (+0)	
- Réserves obligatoires <sup>1)</sup>	168	(+1)	168	(+1)	168	(-0)	167 (+0)	
- Facilité de prêt marginal	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0 (-0)	
- Facilité de dépôt	2 608	(-98)	2 643	(-28)	2 573	(-70)	2 705 (-120)	
- Excédent de liquidité <sup>2)</sup>	2 614	(-97)	2 648	(-28)	2 579	(-69)	2 711 (-120)	
<b>Autres informations fondées sur la liquidité</b>								
- Besoin global de financement <sup>3)</sup>	1 288	(-30)	1 283	(-30)	1 292	(+8)	1 318 (-36)	
- Solde des facteurs autonomes <sup>4)</sup>	1 120	(-31)	1 116	(-31)	1 124	(+8)	1 151 (-37)	

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.

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**  
**Évolutions des taux d'intérêt**

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 30 juillet – 4 novembre 2025		Précédente période sous revue : 23 avril – 29 juillet 2025	
	Cinquième période de constitution : 30 juillet – 16 septembre 2025	Sixième période de constitution : 17 septembre – 4 novembre 2025	Troisième période de constitution : 23 avril – 10 juin 2025	Quatrième période de constitution : 11 juin – 29 juillet 2025
<b>MRO</b>	2,15 (+0,00)	2,15 (+0,00)	2,40 (-0,25)	2,15 (-0,25)
<b>Facilité de prêt marginal</b>	2,40 (+0,00)	2,40 (+0,00)	2,65 (-0,25)	2,40 (-0,25)
<b>Facilité de dépôt</b>	2,00 (+0,00)	2,00 (+0,00)	2,25 (-0,25)	2,00 (-0,25)
<b>€STR</b>	1,92 (+0,00)	1,93 (+0,00)	2,17 (-0,25)	1,92 (-0,25)
<b>RepoFunds Rate Euro</b>	1,99 (-0,01)	2,00 (+0,00)	2,25 (-0,24)	2,00 (-0,24)

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 Quel est le potentiel inexploité du marché unique de l'UE ?

Roberto Bernasconi, Naïm Cordemans, Vanessa Gunnella, Giacomo Pongetti et Lucia Quaglietti

### 1 Introduction

**Le marché unique de l'UE rassemble 450 millions de personnes et 26 millions d'entreprises.** Il est l'une des pierres angulaires de l'intégration européenne et constitue un moteur dynamique de gains en termes de bien-être, de compétitivité et de résilience. En facilitant la libre circulation des biens, des services, des capitaux et de la main-d'œuvre, il a renforcé l'efficacité économique grâce à des économies d'échelle, à une concurrence plus forte et à une innovation accrue. D'après les recherches de la BCE, entre 1993 et 2014, le marché unique a entraîné une augmentation du PIB en volume par habitant comprise entre 12 % et 22 % dans les États membres fondateurs (Lehtimäki et Sondermann, 2020), tandis que les études de Mion et Ponattu (2019) estiment les gains de bien-être annuels moyens à environ 840 euros par personne, exprimés aux prix de 2016.

**Le marché unique offre de vastes avantages économiques et stratégiques à l'UE et à ses États membres.** Le bon fonctionnement du marché unique améliore la productivité et la résilience des entreprises, car il leur permet d'innover et de croître à plus grande échelle. Il favorise également la convergence des prix et renforce la transmission de la politique monétaire, ce qui est particulièrement important pour la BCE. En outre, comme le soulignent Letta (2024) et Draghi (2024), il constitue la première ligne de défense de l'Europe face à l'évolution rapide du paysage géopolitique.

**Toutefois, le marché unique reste confronté à des obstacles structurels qui empêchent la réalisation de son plein potentiel.** Les obstacles qui subsistent – en particulier pour la prestation transfrontière de services, mais aussi la circulation des biens et la libre circulation de la main-d'œuvre et des capitaux – limitent la profondeur de l'intégration et l'ampleur des gains de bien-être potentiels<sup>1</sup>. Il est essentiel de surmonter ces limites pour continuer de renforcer la résilience de l'UE, de favoriser la compétitivité, d'améliorer les capacités de défense et de préserver la stabilité économique.

**Cet article évalue une partie du potentiel inexploité du marché unique, en examinant spécifiquement la circulation des biens et des services.** La première section retrace brièvement l'évolution historique du marché unique et examine le

---

<sup>1</sup> Cf. Commission européenne (2025a).

degré actuel d'intégration commerciale. La deuxième section décrit les obstacles à la libre circulation des biens et des services au sein de l'UE. La troisième section quantifie l'échelle des barrières à travers le prisme d'un modèle de gravité. Enfin, la quatrième section évalue les gains potentiels en termes de bien-être qui pourraient être réalisés grâce à une intégration plus poussée.

## 2 Niveau actuel d'intégration des biens et des services dans le marché unique

**Le traité de Rome, qui a créé la Communauté économique européenne (CEE), a posé les bases d'un marché commun et d'une union douanière.** Le traité de 1957 a introduit les « quatre libertés » : la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes. L'accent a été mis dans un premier temps sur la réduction des droits de douane et des quotas sur les marchandises, qui ont été entièrement éliminés en 1968 avec la création de l'union douanière de la CEE. L'Acte unique européen de 1986 a fixé l'objectif d'un marché intérieur pleinement intégré en s'attaquant aux barrières non tarifaires, ouvrant la voie au lancement officiel du marché unique en janvier 1993. S'agissant des marchandises, il a supprimé les formalités douanières, réduit les obstacles techniques grâce à la reconnaissance mutuelle et a remplacé les contrôles aux frontières en matière de TVA par des règles harmonisées. S'agissant des services, la directive sur les services adoptée en décembre 2006 a remédié aux obstacles à la prestation transfrontière, dans le but de supprimer les pratiques discriminatoires fondées sur la nationalité ou le lieu de résidence et de favoriser la coopération administrative<sup>2</sup>.

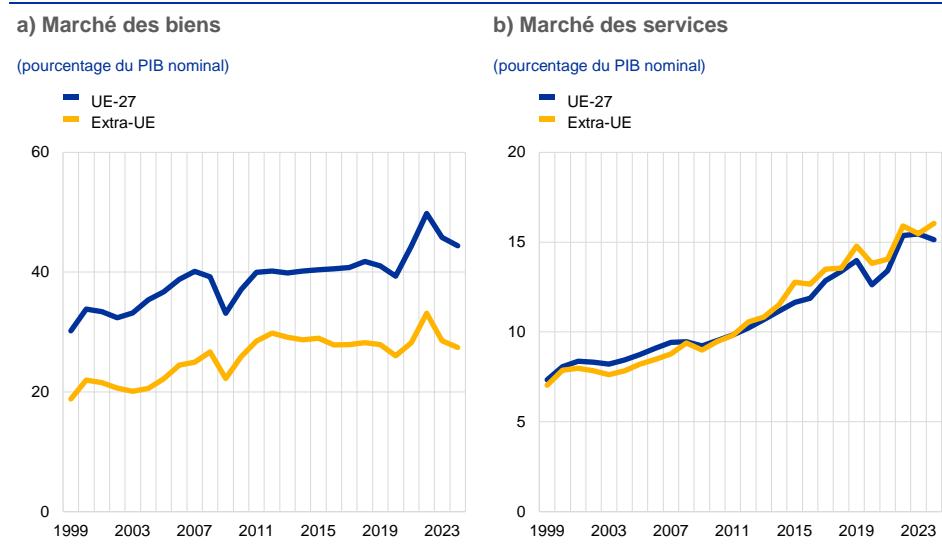
**La suppression des obstacles à la circulation des biens a entraîné une intégration rapide des échanges de biens dans l'UE, tandis que les marchés des services restent moins intégrés.** Le graphique 1 compare les échanges intra-UE et extra-UE, utilisés comme indicateur du degré d'intégration au sein et à l'extérieur du marché unique, respectivement. Les échanges de biens ont clairement bénéficié d'une intégration plus poussée au sein de l'UE, ce qui n'est pas le cas des services. En 2024, les échanges transfrontières de biens au sein de l'UE ont représenté plus de 40 % du PIB de l'UE, contre 30 % en 1999, soit environ 16 points de pourcentage de plus que les échanges entre l'UE et le reste du monde. Au cours de la même période, les échanges intra-UE de services sont passés de 8 % du PIB en 1999 à 16 % en 2024, un niveau très proche des échanges de services hors UE. Ce contraste entre l'intégration des biens et celle des services est d'autant plus frappant que les services représentent près des trois quarts de l'activité économique dans l'UE.

---

<sup>2</sup> Toutefois, le champ d'application de la directive était limité à une sélection de secteurs, à l'exclusion de domaines tels que l'énergie, les services financiers, les transports, les télécommunications et les soins de santé.

## Graphique 1

### Échanges intra-UE et extra-UE



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

**L'intégration comparativement faible des échanges de services peut être attribuée, en partie, à la nature localisée des services.** De nombreux services, tels que les soins de santé, l'éducation, le conseil juridique ou l'immobilier, peuvent nécessiter la proximité du consommateur ou l'adaptation à des contextes culturels, juridiques ou linguistiques locaux, ce qui rend leur fourniture transfrontière plus difficile. Dans une certaine mesure, cela reflète également le fait qu'une part importante de la prestation de services passe par l'établissement de filiales ou de succursales<sup>3</sup>.

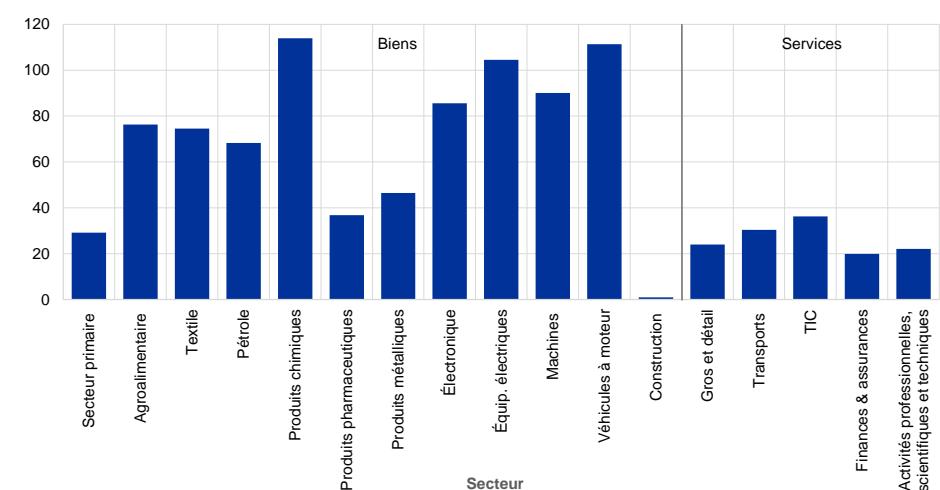
**La profondeur de l'intégration du marché unique varie considérablement selon les sous-secteurs.** Les industries manufacturières hautement harmonisées telles que celles des véhicules à moteur, des produits chimiques et de l'électronique bénéficient de normes à l'échelle de l'UE, d'accords de reconnaissance mutuelle et de vastes chaînes d'approvisionnement transfrontières. Par exemple, le secteur automobile dépend des chaînes d'approvisionnement transfrontières pour les pièces et l'assemblage, tandis que les secteurs des produits chimiques et de l'électronique bénéficient des normes harmonisées de l'UE qui facilitent les échanges commerciaux entre les États membres. En revanche, les biens primaires, tels que les produits alimentaires et les produits pharmaceutiques, restent beaucoup moins intégrés en raison d'une combinaison de réglementations nationales, de différences de normes et d'obstacles logistiques, ainsi que de déterminants autres, tels que les facteurs culturels, les préférences des consommateurs et l'exportabilité limitée de

<sup>3</sup> De nombreux services nécessitent l'établissement de filiales ou de succursales locales, qui sont classées dans la catégorie des investissements directs étrangers (IDE) plutôt que dans celle des exportations de services transfrontières. La valeur des services fournis par l'intermédiaire de ces établissements locaux n'apparaît pas dans les statistiques du commerce transfrontière. Cela signifie que les données officielles relatives aux échanges intra-UE de services pourraient sous-estimer le niveau réel d'intégration, dans la mesure où elles ne rendent pas compte du volume considérable de services fournis via les canaux de l'IDE.

certains produits (graphique 2)<sup>4</sup>. Le paysage des secteurs des services est tout aussi inégal. Les services aux entreprises et les services support sont relativement bien intégrés dans le cadre de la directive sur les services, tandis que le commerce de détail, la construction, les activités professionnelles et l'immobilier se heurtent à des obstacles nationaux et locaux persistants.

**Graphique 2**  
Échanges intra-UE par secteur

(en pourcentage de chaque valeur ajoutée sectorielle)



Sources : OCDE, indicateur TiVA 2025 et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent à 2022. Les échanges sectoriels présentés dans les tableaux entrées-sorties recouvrent les échanges bruts finaux et intermédiaires.

### 3 Quels sont les obstacles à l'intégration du marché unique de l'UE ?

**Des obstacles subsistent au sein du marché unique de l'UE<sup>5</sup>.** Ils proviennent d'une multitude de sources, notamment : a) des règles ou des réglementations nationales qui diffèrent ; b) des procédures administratives lourdes ; c) d'une application incohérente des règles de l'UE et d'une surtransposition (*gold-plating*) ; et d) des pratiques nationales anticoncurrentielles qui désavantagent les entreprises non nationales. En outre, les obstacles peuvent également varier d'un secteur à l'autre. Les marchés de biens sont souvent confrontés à des normes techniques divergentes, à des obstacles non tarifaires et à des coûts de mise en conformité élevés. Les services font face à des défis liés aux restrictions à la mobilité de la main-d'œuvre et aux différences réglementaires, qui compliquent les activités transfrontières. La fragmentation réglementaire peut entraver les échanges commerciaux et les investissements dans les biens et services. Cette section

<sup>4</sup> Le graphique 2 présente des données relatives aux échanges intra-UE fondées sur les exportations brutes, qui incluent les produits finaux et intermédiaires. Si cela entraîne un certain double comptage en raison du fait que des biens intermédiaires traversent les frontières plusieurs fois avant la production finale, cela souligne également la profondeur de l'intégration économique et l'importance des liens entre les chaînes de valeur au sein de l'UE.

<sup>5</sup> Cf. Draghi (2024) et Letta (2024).

présente une brève vue d'ensemble des principaux obstacles affectant les échanges intra-UE, classés en fonction de leur origine.

#### A. Obstacles réglementaires

**Les obstacles réglementaires se rapportent à des règles ou exigences fragmentées qui restreignent la libre circulation transfrontière des biens et des services.** La disparité des règles et des normes entre les États membres peut limiter l'accès transfrontière au marché ou accroître les coûts de mise en conformité pour les entreprises. D'importantes disparités subsistent au sein de l'UE s'agissant des normes et des exigences techniques applicables aux produits. La fragmentation du régime de taxe sur la valeur ajoutée, qui s'articule autour de 27 cadres nationaux distincts, constitue également un obstacle aux échanges transfrontières. S'agissant des services, la reconnaissance des qualifications professionnelles entrave la mobilité des travailleurs.

#### B. Obstacles administratifs

**Les obstacles administratifs comprennent généralement des procédures longues, fastidieuses ou peu claires qui compliquent la mise en conformité et la livraison.** Les obstacles administratifs découlent généralement des procédures entourant la mise en œuvre et l'application des réglementations. Il s'agit notamment de procédures d'autorisation complexes, d'exigences excessives en matière de documentation, de retards dans l'obtention de permis ou d'un manque de coordination entre les autorités nationales. Les exportateurs peuvent avoir besoin de licences d'importation, d'évaluations de la conformité et de documents adaptés aux réglementations nationales, tandis que la longue procédure d'enregistrement des produits et l'absence de systèmes de déclaration numérique compliquent la mise en conformité. Dans le domaine des services, les exigences en matière de résidence et de nationalité, bien qu'elles soient pour la plupart limitées par le droit de l'UE, peuvent cependant résulter de règles nationales telles que les obligations en matière de résidence pour la responsabilité légale.

#### C. Obstacles à l'application

**Les obstacles à l'application sont liés à l'application incohérente des règles de l'UE ou à l'absence de mécanismes de surveillance.** Les différences entre les États membres dans l'interprétation et l'application des directives de l'UE nuisent au marché unique, les autorités nationales donnant souvent la priorité aux normes nationales par rapport au droit de l'UE, créant une insécurité juridique ou ne respectant pas les normes minimales. La surtransposition – l'ajout d'exigences nationales au-delà du minimum requis pour mettre en œuvre le droit de l'UE – augmente encore les coûts et les charges, ce qui oblige les entreprises à s'adapter à des obligations variables.

#### D. Obstacles à la concurrence

**Les obstacles à la concurrence sont liés à des pratiques discriminatoires ou à une inégalité de traitement qui désavantagent les entreprises non nationales.** Tant pour les biens que pour les services, les contraintes juridiques telles que les

exigences liées à la langue locale, les contrôles des prix et les incitations fiscales restreintes au niveau national ou les subventions ciblées augmentent les coûts opérationnels ou limitent l'accès des concurrents étrangers. Dans le secteur des services, la fragmentation résulte des exigences en matière de contenu local, qui sont officiellement interdites mais sont souvent introduites sous une forme déguisée. Dans des secteurs tels que l'énergie, la défense et les télécommunications, les processus de passation de marchés publics tendent à favoriser les entreprises nationales. Des études indiquent que seulement 5 % environ des contrats de marchés publics sont attribués à des entreprises étrangères<sup>6</sup>.

### E. Autres obstacles

**Les obstacles au bon fonctionnement du marché unique sont aggravés par de multiples couches d'obstacles structurels et pratiques.** L'accès à des informations claires et complètes reste un défi majeur au sein du marché unique, les entreprises ayant souvent du mal à trouver des orientations actualisées sur les règles et exigences nationales. La longueur des processus d'exécution et l'inefficacité des systèmes judiciaires fragmentent encore le paysage réglementaire et compromettent la sécurité juridique. Dans le secteur financier, l'absence d'une véritable union des marchés des capitaux – avec une autorité de surveillance unique et des mécanismes de résolution harmonisés – nuit à l'investissement transfrontière et à l'intégration financière. Ces difficultés sont encore aggravées par l'hétérogénéité des infrastructures de transport et de communication numérique, qui limite l'efficacité de la connectivité.

**Les données relatives aux obstacles qui entravent le fonctionnement du marché unique sont limitées.** Les restrictions réglementaires, les exigences administratives et autres obstacles peuvent être difficiles à appréhender et complexes à quantifier. Les indicateurs existants s'appuient souvent sur des évaluations subjectives, des évaluations d'experts ou une couverture partielle, avec une cohérence limitée entre les secteurs et dans le temps. Certains indicateurs s'appuient sur les évaluations par des experts des cadres réglementaires pour quantifier les restrictions dans le secteur des services, tandis que d'autres enregistrent et classent systématiquement les mesures jugées préjudiciables aux échanges commerciaux. Les données au niveau de l'UE se concentrent sur la mise en œuvre et le respect des règles de l'UE. En revanche, quelques enquêtes auprès des entreprises rendent compte de leur perception des charges administratives, des obstacles à l'accès aux marchés et de l'incertitude réglementaire. La Commission européenne (2025a) indique qu'au fil des années, l'UE a levé de nombreuses barrières aux échanges au sein du marché unique, mais que de nouvelles sources de fragmentation continuent d'apparaître. Il en résulte une tendance à l'augmentation des obstacles. Plus précisément, la Commission a identifié un ensemble de dix obstacles, les « *Terrible 10* », qui fragmentent de manière persistante l'activité transfrontière malgré l'harmonisation des règles de l'UE (Commission européenne, 2025a). Il s'agit notamment des procédures d'autorisation discriminatoires, des exigences disproportionnées en matière de qualifications professionnelles, des contraintes d'offre territoriales injustifiées, des limites à

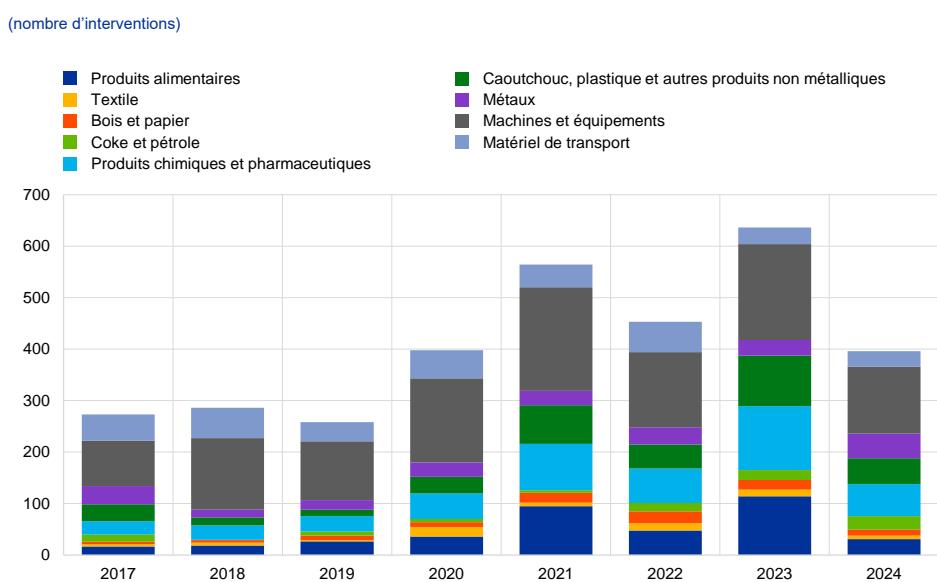
<sup>6</sup> Centre européen d'économie politique internationale (2021).

l'établissement transfrontière, des obstacles à la mobilité numérique et de données, ainsi que des restrictions à la prestation transfrontière de services.

**Les données disponibles suggèrent qu'il reste des obstacles à surmonter pour que le marché unique fonctionne plus efficacement.** La base de données *Global Trade Alert* (GTA) montre que les États membres continuent de promulguer des interventions qui faussent les échanges commerciaux, signe que des obstacles internes continuent de caractériser le marché unique. En entravant ou en décourageant les échanges commerciaux, ces mesures pourraient se traduire par des coûts significatifs. Une part importante de ces mesures comporte des subventions et des politiques de soutien aux exportations, qui créent souvent des déséquilibres en matière de compétitivité au sein du marché unique. Les secteurs des machines et des produits alimentaires font invariablement partie des secteurs les plus touchés de l'industrie manufacturière (graphique 3).

**Graphique 3**

Interventions faisant obstacle aux échanges intra-UE par secteur



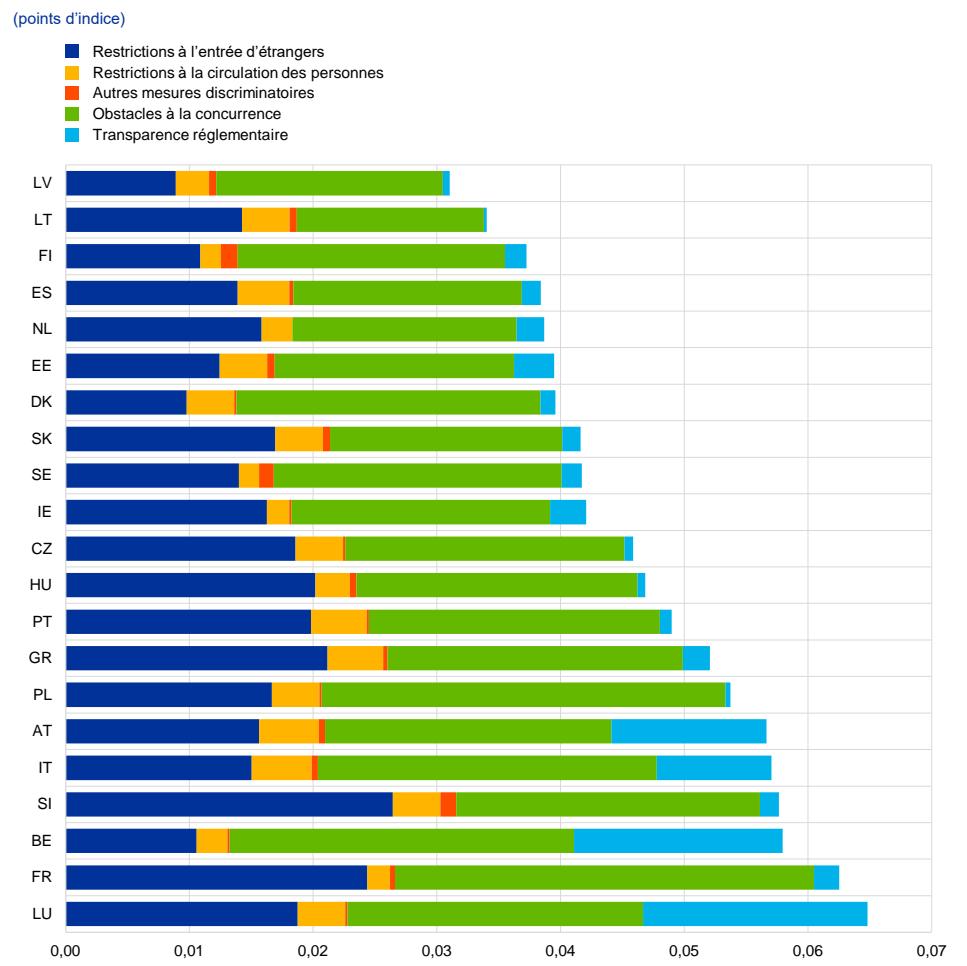
Sources : GTA et calculs de la BCE.

Note : Sont déclarées les interventions classées comme préjudiciables.

**Les données indiquent également que les restrictions à la concurrence et à l'entrée d'entreprises étrangères sur le marché forment la majeure partie des obstacles au sein du marché unique en ce qui concerne les services.** Les données relatives aux obstacles qui entravent le fonctionnement du marché unique sont également limitées dans le cas des services. Néanmoins, l'indice de restrictivité des échanges de services de l'OCDE (indice STRI) peut constituer une approximation utile. Plus précisément, le graphique 4 illustre la répartition des obstacles par domaine d'action pour les pays de l'UE, mettant en évidence l'importance relative des différents types d'obstacles. Les données font état d'une variation marquée du degré de restrictions sur les services selon les États membres de l'UE et les catégories. Certains pays comme le Luxembourg et la Belgique affichent des niveaux de restrictivité globale plus élevés, en grande partie en raison

des barrières à l'entrée et à la concurrence étrangères, tandis que d'autres, comme la Lettonie et la Lituanie, maintiennent des environnements réglementaires comparativement ouverts<sup>7</sup>.

**Graphique 4**  
Restrictivité des échanges de services en 2023



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent à 2023. Une valeur plus élevée indique un marché plus restreint. L'indice présente une comparaison structurée entre pays des obstacles réglementaires affectant les échanges de services, du point de vue de l'importateur. Il s'agit d'un indice composite, dont les scores vont de 0, indiquant une économie totalement ouverte, à 1, indiquant une économie totalement fermée. L'indice synthétise les obstacles réglementaires dans cinq domaines spécifiques : l'entrée d'étrangers sur le marché, la circulation des personnes, les mesures discriminatoires, la concurrence et la transparence réglementaire.

<sup>7</sup> L'indice STRI suit le principe de la nation la plus favorisée (NPF) en consignant les régimes appliqués aux pays qui ne bénéficient pas d'un traitement préférentiel. Les indices STRI relatifs à l'EEE montrent que les restrictions commerciales qui subsistent en matière de services au sein de l'EEE sont nettement moins importantes que les obstacles pour les pays tiers, ce qui signifie que l'introduction du marché unique de l'UE a considérablement réduit les obstacles aux échanges de services par rapport aux politiques appliquées dans le cadre de la NPF.

## 4 Quantifier le potentiel économique inexploité du marché unique

**Il est essentiel de quantifier l'ampleur des obstacles au commerce pour évaluer leur impact économique et définir des politiques permettant d'y remédier.** Toutefois, il est difficile de mesurer l'ampleur des obstacles au commerce. Comme évoqué dans la section 2, les obstacles au commerce varient d'un État membre et d'un secteur à l'autre et évoluent à mesure que la législation et les pratiques nationales changent. Les indicateurs exhaustifs et comparables sont limités, car de nombreux obstacles – tels que la surtransposition, la complexité de l'octroi de licences ou les différences en matière d'application – sont difficiles à observer directement ou à quantifier systématiquement.

**Pour remédier au manque de données sur les obstacles au commerce, la littérature a adopté une approche indirecte fondée sur des modèles afin d'en déduire l'ampleur.** Les quelques analyses existantes s'appuient sur l'estimation de modèles de gravité – le cadre de référence pour l'analyse du commerce international<sup>8</sup>. Ces modèles tiennent compte des déterminants des flux commerciaux entre deux pays, tels que la taille économique, la distance, une langue commune et les frontières. En intégrant ces déterminants, le modèle de gravité permet de quantifier d'autres coûts supplémentaires associés aux échanges transfrontières entre États membres de l'UE par rapport aux échanges intérieurs, y compris d'éventuelles frictions observables et non observables ayant un impact sur les échanges commerciaux. Celles-ci reflètent un large éventail d'influences, notamment les coûts et obstacles liés au commerce qui peuvent être modifiés par des mesures de politique économique, comme les différences réglementaires et les restrictions à la concurrence, mais également des facteurs tels que les inadéquations culturelles et les préférences nationales.

**Les estimations des coûts des échanges commerciaux sont généralement exprimées par rapport au commerce intérieur et en équivalents tarifaires ad valorem, comme s'il s'agissait d'un pourcentage des droits de douane sur la valeur des produits échangés.** L'estimation des coûts influençant les échanges transfrontières par rapport aux échanges intérieurs signifie en pratique que l'estimation rend compte de la quantité plus – ou moins – importante d'échanges économiques d'un pays à l'autre par rapport à ceux qui ont lieu à l'intérieur d'un même pays. Les estimations sont souvent exprimées en équivalents tarifaires afin de fournir une mesure intuitive à des fins de comparaison. Toutefois, cela ne doit pas être interprété comme signifiant qu'ils sont directement comparables aux droits appliqués aux frontières douanières. L'équivalent tarifaire donne plutôt une indication numérique simple de l'ampleur des frictions qui limitent les échanges commerciaux

---

<sup>8</sup> Le modèle de gravité est un cadre largement utilisé en économie internationale pour expliquer les flux commerciaux entre deux régions ou pays. Il se fonde sur une analogie avec la loi de la gravité de Newton : les échanges commerciaux entre deux économies augmentent avec leur « masse » économique (généralement mesurée par le PIB) et diminuent avec la « distance » qui les sépare, qui capture les coûts des échanges commerciaux tels que les frais de transport, les différences culturelles ou les barrières réglementaires.

transfrontières – plus l'équivalent tarifaire est élevé, plus les frictions commerciales implicites sont importantes par rapport au commerce intérieur.

**Les études fondées sur ces méthodes suggèrent que des coûts importants pour l'intégration persistent, même si la fourchette des estimations est très large.** En s'appuyant sur un cadre de gravité, des études récentes révèlent que, si les coûts des échanges intra-UE ont diminué au fil du temps, des obstacles considérables subsistent, en particulier pour les services. Ils sont également très variables. Les coûts en équivalents tarifaires estimés pour les échanges de biens étaient de 13 % pour l'UE15 et de 8 % pour l'UE28 en 2017 (Head et Mayer, 2021), de 44 % pour l'UE27 en 2020 (FMI, 2025) et de 60 % pour la zone euro en 2020 (Airaudo *et al.*, 2025). Head et Mayer (2025) indiquent que cette dispersion reflète des différences dans les stratégies d'estimation, les sources de données, les variables utilisées comme contrôles, les choix d'estimation et les périodes considérées. S'agissant des services, les coûts des échanges commerciaux demeurent nettement plus élevés. Adilbish *et al.* (2025) estimate un équivalent tarifaire de 110 % pour les services, ce qui souligne l'ampleur des obstacles à une pleine intégration<sup>9</sup>. Fontagné et Yotov (2025) constatent que seulement la moitié des avantages potentiels de l'adhésion à l'UE ont été réalisés à ce jour<sup>10</sup>.

**L'analyse que nous présentons dans cette section utilise une spécification de gravité similaire.** Elle utilise la méthodologie proposée par Head et Mayer (2021) pour répondre à deux questions majeures : a) comment l'intégration du marché unique a-t-elle évolué au cours des vingt dernières années ? et b) dans quelle mesure le marché unique demeure-t-il incomplet ? L'évolution des coûts des échanges au sein du marché unique est estimée au fil du temps – séparément pour les biens et les services – à l'aide d'un modèle de gravité, et les obstacles sont

<sup>9</sup> Head et Mayer (2021) fournissent des estimations nettement plus basses que celles tirées d'autres études. Cette différence est attribuée à leur utilisation d'une approche d'estimation transversale, qui repose sur les flux commerciaux intra-UE et les flux commerciaux nationaux inférés. En appliquant une méthodologie cohérente aux données de l'UE et des États-Unis, leur approche garantit la comparabilité entre les régions des États-Unis et de l'UE.

<sup>10</sup> Afin de quantifier les gains potentiels d'une intégration plus poussée au sein du marché unique, Fontagné et Yotov (2025) évaluent, pour chaque couple pays-secteur, les gains réalisés à date par rapport à la réduction historique la plus importante des coûts commerciaux observée au sein du marché unique.

exprimés en termes d'équivalents tarifaires<sup>11</sup>. En outre, l'analyse fournit une estimation des obstacles entre les différents secteurs<sup>12</sup>.

**Les estimations fournissent une limite supérieure pour le niveau des coûts des échanges commerciaux au sein du marché unique.** La grande diversité des estimations met en évidence la grande complexité liée à la mesure des coûts des échanges commerciaux. Un défi majeur consiste à distinguer les frictions qu'il est possible de modifier par des mesures de politique économique (par exemple par le biais d'une modification de la réglementation) des autres coûts structurels ou comportementaux qui influencent également les flux commerciaux. Dans le cadre du modèle de gravité, les coûts des échanges commerciaux sont estimés comme une mesure à caractère général des coûts des échanges, une fois que les déterminants standard ont été pris en compte. Toutefois, ces estimations prennent également en compte des facteurs non liés à la politique économique qui réduisent les échanges commerciaux, tels que les différences de goût, le biais domestique, la substituabilité limitée entre produits ou l'exportabilité intrinsèquement limitée de certains biens et services. En conséquence, les estimations fondées sur le modèle de gravité surestiment la véritable ampleur des obstacles aux échanges commerciaux induits par les politiques publiques et, par conséquent, la mesure dans laquelle les réformes peuvent réduire ces obstacles au sein du marché unique<sup>13</sup>. Ainsi vaut-il mieux considérer ces estimations comme une limite supérieure pour les coûts spécifiquement associés aux barrières commerciales.

**Étant donné qu'il est difficile d'évaluer correctement dans quelle mesure les obstacles au commerce peuvent être réduits au moyen d'actions menées par les autorités, le présent article adopte également une approche comparative en évaluant les coûts des échanges intra-UE par rapport à un pays de référence présentant peu de frictions.** Plusieurs études existantes dans la littérature analysent isolément l'ampleur estimée des coûts des échanges commerciaux, ce qui, comme indiqué précédemment, comporte le risque d'exagérer la mesure dans laquelle les interventions des autorités peuvent les réduire. En revanche, cette analyse vise à comparer les barrières commerciales estimées avec celles d'un pays de référence – défini comme un État membre de l'UE présentant

<sup>11</sup> Cet article fournit des estimations des variations des coûts des échanges commerciaux et du niveau global de ces coûts. L'estimation est réalisée à l'aide du pseudo-maximum de vraisemblance avec loi de Poisson. Les données relatives aux biens proviennent des indicateurs TIVA (1995-2022) publiés par l'OCDE en 2025 et celles relatives aux services, de la base de données BATIS de l'OCDE (2005-2023). Les variations des coûts des échanges commerciaux sont estimées à l'aide d'un panel annuel par couple de pays qui inclut les flux domestiques, selon Head et Mayer (2021). La spécification inclut des effets fixes exportateur-temps, importateur-temps et par couple de pays. Les frontières varient au fil du temps et sont regroupées en trois catégories : UE-UE, UE-RDM (Reste du monde), et RDM-RDM. Par conséquent, les variations estimées des coûts des échanges commerciaux sont interprétées par rapport aux coûts des échanges de la première année pour les flux RDM-RDM. Pour estimer les niveaux des coûts des échanges commerciaux, un panel annuel couple de pays-secteur est utilisé, incluant de nouveau les flux domestiques. Cette spécification conserve les effets fixes exportateur-temps et importateur-temps, mais remplace les effets fixes par couple de pays par des contrôles gravitationnels standards tels que la distance, la langue commune, la contiguïté, la religion commune et les liens coloniaux.

<sup>12</sup> Toutes les estimations sont établies sur la base de l'UE dans sa composition changeante. Les estimations sont globalement similaires si le modèle est plutôt estimé à l'aide d'un nombre constant de membres l'UE.

<sup>13</sup> Head et Mayer (2025) utilisent des données de réseaux sociaux provenant de Facebook pour analyser l'impact des liens sociaux sur les échanges commerciaux au sein de l'UE. Leurs résultats démontrent qu'en contrôlant par la connectivité sociale, cela réduit considérablement les effets frontaliers estimés.

des coûts commerciaux estimés faibles et un degré élevé d'intégration commerciale. Cela fournirait un contrefactuel plus réaliste qui pourrait démontrer le potentiel d'approfondissement de l'intégration européenne si tous les États membres réduisaient les obstacles aux niveaux du pays de référence<sup>14</sup>. L'utilisation d'une référence dans l'estimation contribue à atténuer certaines limites liées à l'estimation des niveaux des obstacles, comme décrit ci-dessus<sup>15</sup>. En effet, à des fins de politique économique, il peut être plus approprié de se concentrer sur l'intégration déjà réalisée dans le pays de référence choisi plutôt que sur le niveau absolu des barrières intra-UE – qui reflètent en partie des facteurs structurels hors de la portée des décideurs.

## 5 Mesurer les barrières commerciales sur les marchés des biens

**L'intégration des marchés des biens de l'UE a progressé de manière régulière au cours des dernières décennies.** Le graphique 5, partie a), illustre l'évolution des coûts commerciaux estimés – exprimés en équivalents tarifaires *ad valorem* – au sein des États membres de l'UE, entre partenaires de l'UE et hors UE, et entre les pays du reste du monde au fil du temps. En 1995, les coûts commerciaux intra-UE étaient déjà inférieurs de près de 19 % à ceux des échanges entre pays hors UE, reflétant les premiers avantages de l'intégration du marché unique (graphique 5, partie a). En 2022, cet écart entre les coûts commerciaux intra-UE et hors UE s'est quelque peu resserré, tandis que les coûts commerciaux intra-UE ont diminué, en termes absolus, de 7 points de pourcentage supplémentaires. Les plus importantes baisses des coûts commerciaux concernent l'énergie, l'agriculture et les produits alimentaires, secteurs qui ont bénéficié de réformes continues et d'efforts d'harmonisation au sein du marché unique. Par exemple, la libéralisation du marché de l'énergie, y compris l'électricité et le gaz, et les réformes de la politique agricole commune ont contribué à réduire les coûts commerciaux dans ces secteurs.

<sup>14</sup> Le niveau des coûts commerciaux pour la référence choisie est estimé à l'aide d'une spécification analogue à celle décrite dans la note de bas de page 9, en incluant des variables muettes supplémentaires aux frontières afin d'identifier la frontière entre la référence et le reste de l'UE. L'approche empirique suit Larch *et al.* (2023).

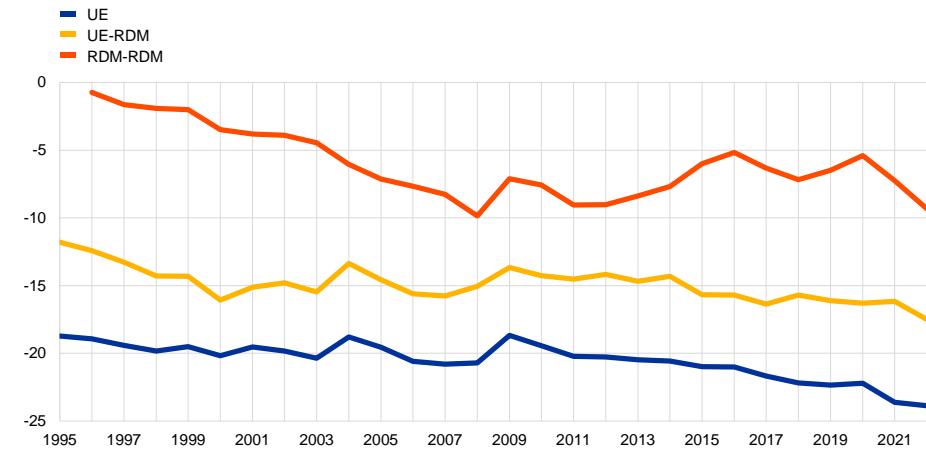
<sup>15</sup> L'utilisation d'un pays de référence contribue à atténuer ces préoccupations dans la mesure où elle reflète un pays soumis à des exigences réglementaires, des structures de marché et des caractéristiques de produit comparables à celles des autres États membres de l'UE. Dans la mesure où ces facteurs sous-jacents sont comparables, les différences dans les estimations des coûts des échanges commerciaux entre le pays de référence et les autres pays sont plus susceptibles de refléter des frictions pouvant être réduites par l'action des autorités que des déterminants structurels ou non liés à l'action des autorités. Cela atténue donc le risque de surestimer la marge de manœuvre des autorités dans la réduction des obstacles au commerce.

## Graphique 5

### Coûts commerciaux estimés pour le marché unique des biens

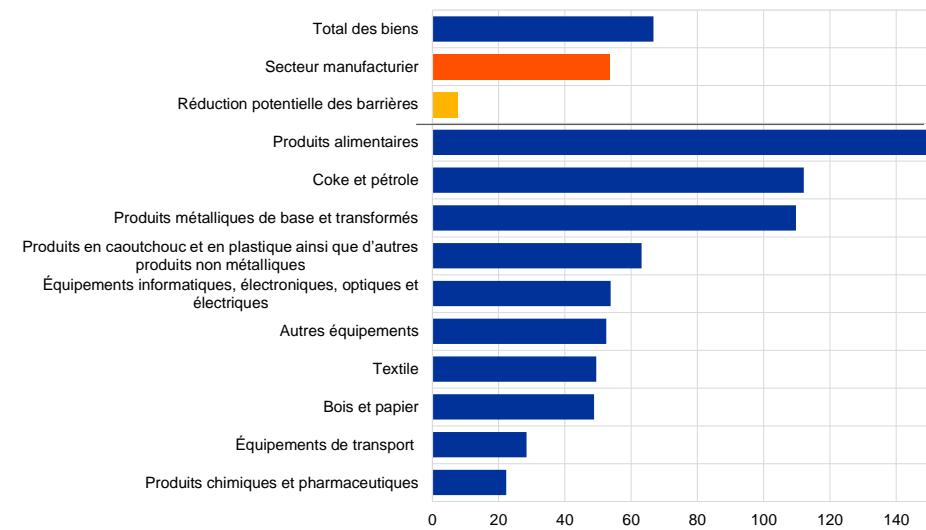
#### a) Évolution des coûts commerciaux

(en points de pourcentage)



#### b) Niveau estimé des coûts commerciaux de l'UE par secteur en 2022

(en pourcentages ; en points de pourcentage)



Sources : OCDE (indicateur TIVA 2025) et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : le graphique s'appuie sur une estimation de gravité (cf. note de bas de page n° 11) et montre l'évolution des barrières commerciales pour les échanges intra-UE (ligne bleue), entre les pays de l'UE et le reste du monde (RDM, ligne jaune) et entre les pays du reste du monde (ligne rouge). Chaque point représente une différence dans les barrières commerciales par rapport aux barrières de l'indicateur RDM-RDM de 1995. Partie b) : le graphique s'appuie sur une estimation de gravité (cf. note de bas de page n° 11) et montre l'équivalent tarifaire *ad valorem* pour les échanges au sein de l'UE entre sous-secteurs, pour les biens dans leur ensemble, et pour une régression comprenant uniquement les secteurs manufacturiers. Les coefficients de régression sont convertis en équivalents tarifaires *ad valorem* à l'aide d'élasticités sectorielles d'après Fontagné *et al.* (2022). La réduction potentielle des barrières (barre jaune) représente la différence des coûts commerciaux estimés au sein du marché unique entre le reste de l'UE et les Pays-Bas (pays affichant la plus forte intégration au sein de l'UE). La différence est obtenue d'après le calcul de Yotov et Larch (2023).

**Néanmoins, les estimations empiriques suggèrent que les coûts commerciaux des échanges de biens intra-UE restent élevés.** Les résultats de la régression (graphique 5, partie b) indiquent qu'en 2022, les frictions commerciales intra-UE pour les biens – autrement dit, les coûts des échanges avec d'autres pays de l'UE par rapport à des échanges au sein d'un pays – restent importantes, à 67 % en

termes agrégés pour les biens et 54 % pour le seul secteur manufacturier<sup>16</sup>. Au sein de ce secteur, les coûts intra-UE les plus élevés concernent les produits alimentaires avec un équivalent tarifaire *ad valorem* de 150 %, ce qui pourrait refléter la complexité des échanges de produits alimentaires dans l'UE et le champ d'application limité de la politique agricole commune. En revanche, les coûts commerciaux intra-UE dans les secteurs des produits chimiques et pharmaceutiques sont plus faibles, ce qui pourrait refléter les efforts importants d'harmonisation et d'instauration d'instruments de reconnaissance mutuelle dans ces secteurs.

**Les comparaisons avec le pays de référence présentant peu de frictions – en l'occurrence, les Pays-Bas – suggèrent qu'il est possible de renforcer l'intégration des échanges de biens.** Comme indiqué précédemment, les estimations du niveau des coûts commerciaux, prises isolément, peuvent surestimer l'ampleur d'une réduction des barrières au sein du marché unique par le biais de réformes. La comparaison avec un pays de référence qui a déjà atteint un niveau élevé d'intégration pourrait être plus instructive. Sur l'ensemble des États membres, les Pays-Bas affichent les coûts estimés les plus faibles pour les échanges de biens avec d'autres pays de l'UE. Pour quantifier le potentiel d'une réduction des barrières, l'analyse par régression de gravité compare le niveau des coûts commerciaux entre les Pays-Bas et d'autres États membres de l'UE avec ceux d'autres États membres. Cette approche calcule l'écart entre le pays de référence et les niveaux moyens d'intégration commerciale dans l'UE. L'analyse par régression suggère que si les autres pays devaient atteindre des niveaux d'intégration comparables à celui du pays de référence, les frictions intra-UE pour les échanges de biens pourraient être réduites de près de 8 points de pourcentage en moyenne (graphique 5, partie b). Cela suggère qu'il existe une marge d'amélioration relativement substantielle en matière d'intégration si les pays peuvent atteindre ce niveau de référence – une réduction agrégée des barrières commerciales de 8 points de référence serait globalement comparable aux progrès réalisés dans l'approfondissement de l'intégration au cours des deux dernières décennies (graphique 5, partie a).

## 6 Mesurer les barrières commerciales sur les marchés des services

**L'intégration des marchés des services de l'UE s'est également progressivement améliorée au cours des dernières décennies.** En 2005, les coûts commerciaux intra-UE liés aux services étaient légèrement supérieurs à ceux auxquels les pays du reste du monde étaient confrontés. En 2023, les coûts commerciaux intra-UE liés aux services auraient diminué d'environ 7 points de

<sup>16</sup> Le choix de l'élasticité de substitution des biens joue un rôle important dans l'estimation des équivalents tarifaires *ad valorem*. Nous utilisons des élasticités comme dans Fontagné *et al.* (2022) que nous agrégeons ensuite à l'aide de parts de valeur ajoutée. Head et Mayer (2021) ont utilisé une élasticité de 5. Si nous faisions de même, cela augmenterait notre estimation des coûts commerciaux exprimés en équivalents tarifaires à 78 %. Une précédente étude du FMI (2024) estime que les barrières commerciales intra-UE s'élèvent à 44 % dans le secteur manufacturier. Si elle s'appuie également sur des élasticités tirées de Fontagné *et al.* (2022), l'analyse du FMI utilise des données douanières sur les flux commerciaux et des tableaux entrées-sorties pour les flux intra-pays pour la période 1995-2020. Le résultat agrégé correspond à la moyenne pondérée par la production du niveau estimé des barrières à l'échelle des secteurs.

pourcentage (graphique 6, partie a). L'intégration la plus rapide a eu lieu dans les services financiers et dans l'information et la communication, où les frictions ont baissé de 10 et 9 points de pourcentage, respectivement, entre 2005 et 2023. En revanche, les progrès ont été plus lents dans les secteurs du gros et du détail, des services professionnels et des services liés au transport et à la construction.

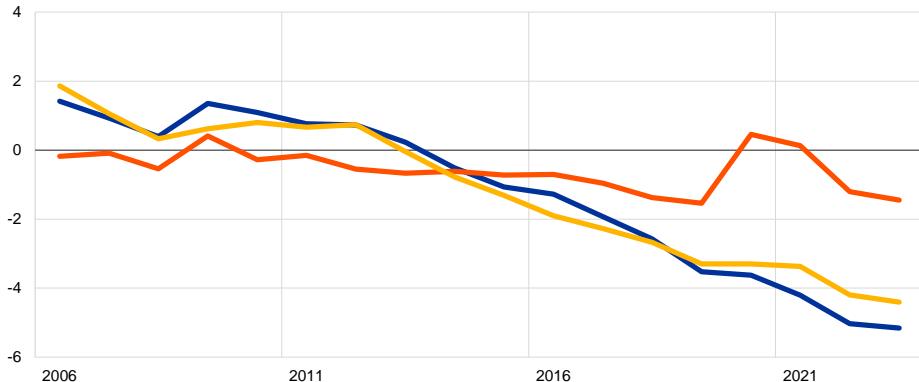
## Graphique 6

### Coûts commerciaux estimés pour le marché unique des services

#### a) Évolutions des barrières – équivalents droits de douane

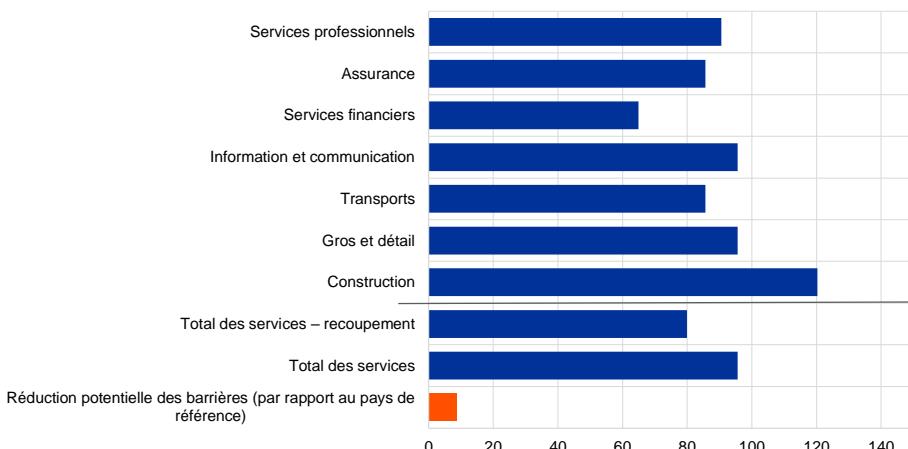
(en points de pourcentage)

- UE-UE
- UE-RDM
- RDM-RDM



#### b) Niveau estimé des coûts commerciaux dans l'UE par secteur – équivalents droits de douane en 2023

(en pourcentages ; en points de pourcentage)



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : le graphique est basé sur une estimation de gravité (cf. note de bas de page n° 11) et montre les évolutions des coûts commerciaux pour les échanges intra-UE (ligne bleue), pour les échanges entre les pays de l'UE et le reste du monde (RDM, ligne rouge) et pour les échanges entre les pays du reste du monde (ligne jaune). Les coefficients sont convertis en équivalents droits de douane *ad valorem* à l'aide d'une élasticité de 7,8 (conformément à Freeman *et al.*, 2025)<sup>17</sup>. Chaque point est obtenu par différenciation par rapport au coefficient RDM-frontière de 2004. Partie b) : les données reposent également sur une estimation de gravité (cf. note de bas de page 11) et montrent le coefficient de niveau d'une variable muette intra-UE dans les différents sous-secteurs et pour le secteur des services dans son ensemble. Les coefficients sont également convertis en équivalents droits de douane *ad valorem*. La barre rouge montre la différence estimée entre les barrières intra-UE estimées et le pays de référence. La différence est obtenue d'après le calcul de Yotov et Larch (2023).

**Malgré ces avancées, des frictions importantes continuent de freiner les échanges de services transfrontières.** Le graphique 6, partie b), présente des estimations du niveau des coûts commerciaux en 2023, exprimées sous forme d'équivalents tarifaires *ad valorem*. Bien qu'une libéralisation progressive ait eu lieu

<sup>17</sup> De précédentes études, dont une du FMI (2024), utilisent une élasticité de substitution similaire pour les biens et les services. En raison de la grande différence entre les services et les biens en matière d'exportabilité, nous employons ici une élasticité propre aux services telle qu'estimée par Freeman *et al.* (2025). L'utilisation d'une élasticité de substitution analogue à celle employée dans l'étude du FMI donnerait lieu à un niveau de barrière en équivalent droit de douane d'environ 115 %.

au cours des dernières décennies, des obstacles importants demeurent – en particulier dans le secteur de la construction, où les coûts commerciaux correspondent selon l'estimation à un droit de douane dépassant les 120 %. En moyenne, les coûts commerciaux intra-UE correspondent approximativement à un équivalent tarifaire *ad valorem* d'environ 95 % si on le compare aux échanges dans un pays. Cela signifie que les échanges de services transfrontières sont presque deux fois plus coûteux que les échanges au sein d'un pays<sup>18</sup>.

**L'analyse met également en évidence un potentiel inexploité d'intégration plus poussée (graphique 6, partie b).** De même que pour les biens, les estimations présentées dans le paragraphe précédent, prises isolément, surestiment l'ampleur d'une réduction des barrières au sein du marché unique par le biais de réformes. L'exercice de comparaison fournit une évaluation plus réaliste du potentiel inexploité du marché unique. Les estimations empiriques suggèrent de nouveau que les Pays-Bas constituent la référence pour évaluer la marge d'approfondissement de l'intégration de l'UE sur les marchés des services. Cela correspond globalement aux indications fournies par l'indice de restrictivité des échanges de services de l'OCDE, qui suggère que les Pays-Bas affichent un niveau de restrictivité réglementaire relativement bas (graphique 4). Les coûts commerciaux estimés pour le pays de référence restent largement inférieurs à la moyenne de l'UE. Si d'autres pays devaient atteindre des niveaux similaires d'intégration, les estimations suggèrent une réduction des coûts commerciaux d'environ 9 points de pourcentage. Comme pour les marchés des biens, ces estimations suggèrent qu'il existe une marge d'amélioration relativement importante en matière d'intégration si les pays peuvent atteindre ce niveau de référence : une réduction de 9 points de pourcentage est comparable à la diminution des barrières obtenue au cours des deux dernières décennies.

## 7 Lever les obstacles au marché unique : quel impact économique ?

**Pour évaluer les gains économiques potentiels d'une réduction des barrières au sein du marché unique, nous réalisons des simulations contrefactuelles fondées sur des modèles.** Les simulations sont fondées sur un modèle d'équilibre général calculable pour les échanges (Antràs et Chor, 2018), qui capture les effets des variations des coûts commerciaux sur l'économie. Le modèle prend en compte plusieurs canaux économiques par lesquels une réduction des barrières influence le commerce et le bien-être. L'effet de substitution rend compte du fait qu'à mesure que les échanges transfrontières deviennent plus simples et moins coûteux en Europe, les entreprises et les consommateurs remplacent des biens et des services nationaux plus chers par des importations moins coûteuses provenant d'autres pays de l'UE. En outre, la réduction des obstacles entraîne une baisse des prix des biens intermédiaires et finaux, ce qui diminue les coûts de production pour les entreprises et accroît le pouvoir d'achat réel des consommateurs. Ensemble, ces mécanismes

<sup>18</sup> Le FMI (2024) estime un équivalent droits de douane d'environ 110 % pour les services. La différence peut être principalement expliquée par l'utilisation d'une élasticité de substitution des services plus élevée dans cet article.

accroissent l'efficacité globale, stimulent la concurrence et élargissent les débouchés commerciaux dans les États membres.

**La réduction des barrières commerciales au sein du marché unique, telle qu'identifiée dans les exercices d'évaluation comparative des sections précédentes, pourrait se traduire par des gains notables de bien-être à long terme, en particulier dans les services.** L'analyse présentée dans le graphique 7 évalue les gains potentiels d'une réduction de l'écart avec le pays de référence sur les marchés des biens et des services. En pratique, un exercice contrefactuel évalue les gains en matière d'accroissement des échanges commerciaux et de bien-être résultant d'une réduction des barrières commerciales quantifiée dans l'exercice d'évaluation comparative – de 8 points de pourcentage pour les biens et 9 points de pourcentage pour les services au sein de l'UE. Une réduction des barrières pour les biens entraînerait une augmentation de 4,4 % des échanges intra-UE et des gains de bien-être estimés à 1,3 %. Cependant, une réduction des barrières commerciales pour les services permettrait une augmentation plus importante des échanges commerciaux (14,5 %) et des gains de bien-être (1,8 %). Les gains plus importants réalisés dans les services reflètent le fort potentiel d'intégration plus poussée de ce secteur, qui fait face à des barrières commerciales initiales plus élevées. Ils traduisent également l'importance des services dans l'économie globale, car ils représentent une part plus importante des dépenses nationales et ont des liens en aval. Par conséquent, une réduction comparable des coûts donne lieu à une intégration effective plus importante et à des gains d'équilibre général plus importants.

**Une légère réduction des obstacles au marché unique pourrait compenser les pertes commerciales probables liées à la hausse des droits de douane américains.** Dans le contexte géopolitique actuel, il est particulièrement important de renforcer l'intégration de l'UE, afin d'atténuer les effets négatifs des tensions sur le commerce extérieur causées notamment par les récents droits de douane américains<sup>19</sup>. Selon les projections établies par les services de la BCE, la hausse des droits de douane et de l'incertitude devrait entraîner une baisse cumulée du PIB de 0,7 point de pourcentage environ sur la période 2025-2027<sup>20</sup>. Notre simulation montre qu'une simple réduction de 2 % des obstacles aux échanges de biens et de services au sein du marché unique pourrait, à long terme, compenser entièrement l'impact prévu sur le PIB de la hausse des droits de douane américains. Elle entraînerait une augmentation des échanges intra-UE d'environ 3 %. Bien sûr, cela ne devrait pas immédiatement remplacer la perte d'échanges commerciaux avec les États-Unis, car tout ajustement structurel au sein du marché unique mettrait du temps à se concrétiser. Des efforts soutenus en matière de réglementation, d'administration et de mise en œuvre seraient nécessaires. Néanmoins, les estimations soulignent l'avantage que constitue la grande taille du marché intérieur de l'UE. Les échanges au sein de l'UE représentent plus de la moitié du total des exportations intra et extra-zone euro. Même une faible augmentation des échanges

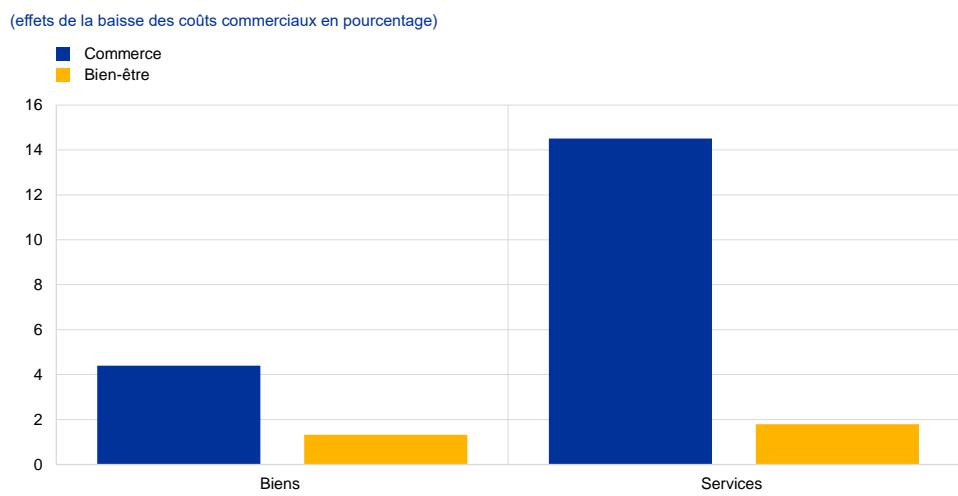
<sup>19</sup> Cf. Lagarde (2025).

<sup>20</sup> Cf. projections macroéconomiques de septembre 2025 établies par les services de la BCE pour la zone euro pour plus de détails sur les pertes estimées pour la zone euro à la suite de la hausse des droits de douane américains.

intra-UE pourrait largement compenser les perturbations commerciales externes, ce qui prouve le potentiel économique du marché unique.

### Graphique 7

Effets sur le bien-être de la réduction des barrières commerciales au sein du marché unique



Sources : OCDE (indicateur TIVA ,2025), Antràs et Chor (2018) et calculs de la BCE.

Notes : L'effet agrégé sur le bien-être dans l'UE est calculé comme la moyenne pondérée de la valeur ajoutée des effets obtenus pour les États membres.

## 8 Conclusion

**Le marché unique est un atout vital pour l'Union européenne et ses États membres, qui renforce la prospérité tant au sein de l'UE que dans ses relations avec le reste du monde.** Dans le contexte actuel d'incertitude mondiale élevée, l'achèvement du marché unique est plus que jamais essentiel pour faire progresser les principaux objectifs de l'UE : améliorer le niveau de vie, accroître la résilience et la compétitivité, développer les capacités de défense et assurer la sécurité économique.

**Cet article contribue à montrer le potentiel inexploité du marché unique.**

Conformément à des analyses précédentes, il estime l'évolution des coûts commerciaux au sein du marché unique à l'aide d'un modèle gravitationnel, les frictions étant exprimées en équivalents droits de douane. Ces estimations empiriques suggèrent que les frictions commerciales intra-UE restent élevées, avec un équivalent tarifaire (autrement dit, les coûts plus élevés des échanges avec d'autres pays de l'UE par rapport aux échanges au sein des pays) de 67 % pour les biens et de 95 % pour les services. Toutefois, comme indiqué plus haut, ces chiffres reflètent un large éventail de facteurs. Il s'agit notamment de coûts qui pourraient être réduits par des mesures des autorités (par exemple, des modifications réglementaires ou administratives), mais également de facteurs qu'il peut ne pas être possible – ni même souhaitable – d'éliminer par de telles mesures tels que, par exemple, les préférences, le biais national et l'exportabilité limitée. Par conséquent, ces estimations surévaluent probablement la véritable ampleur des obstacles liés

aux politiques publiques. Comme dans les études similaires, il convient d'interpréter ces estimations comme le niveau maximal de frictions commerciales pouvant être réduites par l'intervention des autorités.

**Ces conclusions soulignent les avantages considérables d'une intégration plus forte pour les États membres.** La comparaison avec un pays de l'UE qui a déjà atteint une intégration relativement élevée – ici, les Pays-Bas – peut apporter un contrefactuel plus réaliste qui permet de montrer le potentiel d'approfondissement de l'intégration de l'UE. L'analyse indique que les frictions pourraient encore être réduites, d'environ 8 points de pourcentage pour les biens et 9 points de pourcentage pour les services, si les autres pays atteignaient un degré d'intégration comparable. Cela représenterait des gains notables en matière d'intégration, globalement comparables aux progrès accomplis au cours des deux dernières décennies pour approfondir l'intégration des marchés de biens et de services. Les estimations des modèles suggèrent que cela pourrait libérer un potentiel économique important, avec des gains de bien-être estimés allant jusqu'à 1,3 % en cas de convergence dans le secteur des biens et jusqu'à 1,8 % dans le secteur des services.

**En outre, l'UE pourrait tirer de plus grands bénéfices encore en achevant le marché unique et en le complétant par des politiques visant à renforcer la croissance.** Les estimations du potentiel inexploité présentées dans cet article sont prudentes, car elles capturent uniquement les gains réalisés si tous les États membres atteignaient le même degré d'échanges intra-UE que celui du pays le plus intégré. L'intégration plus profonde qui résulterait de la réalisation du plein potentiel du marché unique et de la mise en œuvre de l'agenda européen plus large en matière de compétitivité n'est de ce fait pas prise en compte. Comme l'ont souligné Draghi (2024) et Letta (2024), la réalisation d'un marché des services véritablement unifié nécessite une réduction très ambitieuse des obstacles réglementaires et administratifs qui subsistent dans les différents États membres. La stratégie de la Commission européenne pour le marché unique (2025b), axée sur l'élimination des dix obstacles les plus préjudiciables au marché unique, ainsi que sur la dynamisation du secteur des services et le renforcement du soutien aux petites et moyennes entreprises, constitue un pas dans la bonne direction et doit être largement soutenue.

**Enfin, la collecte de données supplémentaires relatives à la nature et à l'intensité précises des obstacles qui subsistent pourrait être utile.** En s'appuyant sur des données plus granulaires, une analyse plus approfondie des obstacles existants et de leur ampleur relative pourrait être menée. Cela contribuerait à informer davantage encore le débat concernant des mesures spécifiques.

## 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: Quel est le potentiel inexploité du marché unique de l'UE ?*

*Firm-level roots and remedies », IMF Working Papers*, n° 040, Fonds monétaire international.

Airaudo (F.), Gaillard (A.), Santacreu (A.M.) et de Soyres (F.) (2025), « *Recent evolutions in the global trade system: From integration to strategic realignment* », *Working Papers*, 2025-027, Banque fédérale de réserve de Saint Louis.

Anderson (J.) et Van Wincoop (E.) (2003), « *Gravity with gravitas: A solution to the border puzzle* », *American Economic Review*, vol. 93(1), p. 170-192.

Arampatzi (A.S.) et al. (2025), « *Capital Markets Union: A deep dive – Five measures to foster a Single Market for capital* », *Occasional Paper Series*, n° 369, BCE.

Campos, N. (F.), Coricelli (F.) et Moretti (L.) (2014), « *Economic growth and political integration: Estimating the benefits from membership in the European Union using the synthetic counterfactuals method* », *IZA Discussion Paper Series*, n° 8162, Institute for the Study of Labor (IZA).

Dahlberg (E.) et al. (2020), « *Legal obstacles in Member States to Single Market rules* », publication pour la Commission du marché intérieur et de la protection des consommateurs, Département thématique – Politiques économiques, scientifiques et de qualité de vie, Parlement européen, Luxembourg.

Dorn (F.), Flach (L.) et Gourevich (I.) (2024), « *Building a stronger Single Market: Potential for deeper integration of the services sector within the EU* », *EconPol Policy Report*, n° 52, novembre.

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

European Centre for International Political Economy (2021), *Participation of foreign bidders in EU public procurement*, Commission européenne.

Commission européenne (2025a), *Rapport annuel 2025 sur le marché unique et la compétitivité*, COM(2025) 26 final, Bruxelles, 29 janvier.

Commission européenne (2025b), *Le marché unique : notre marché intérieur européen dans un monde incertain – Stratégie pour un marché unique simple, homogène et solide*, COM(2025) 500 final, Bruxelles, 21 mai.

Filip (P.) et al. (2025), « *Why a more competitive economy matters for monetary policy* », *Le blog de la BCE*, BCE, 11 février.

Fontagné (L.) et Yotov (Y.V.) (2022), « *Tariff-based product-level trade elasticities* », *CESifo Journal of International Economics*, vol. 137.

Fontagné, L. and Yotov, Y.V. (2025), « *The Low-Hanging Fruit of the Single European Market: New Methods and Measures* », *Working Paper* n° 202522. Center for Global Policy Analysis, LeBow College of Business, Drexel University.

Freeman (R.) et al. (2025), « *Unlocking new methods to estimate country-specific effects and trade elasticities with the structural gravity model* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 40, n° 6, p. 669-684.

Head (K.) et Mayer (T.) (2021), « *The United States of Europe: A gravity model evaluation of the four freedoms* », *Journal of Economic Perspectives*, 35(2), p. 23-48.

Helliwell, (J.F.) (1998), *How much do national borders matter?*, Brookings Institution Press.

in 't Veld (J.) (2019), « *Quantifying the economic effects of the Single Market in a structural macromodel* », *European Economy Discussion Papers*, n° 094, Commission européenne, Direction générale des affaires économiques et financières.

Fonds monétaire international (FMI) (2024), « *Europe's Choice: Policies for growth and resilience* », *IMF news article*, 16 décembre.

Lagarde (C.) (2025), « *Remarks by Christine Lagarde, President of the ECB, at the panel on the 'Global Economic Outlook' at the 40th Annual G30 International Banking Seminar* », Washington DC, 18 octobre.

Larch (M.), Tan (S.) et Yotov (Y.) (2023), « *A simple method to ex-ante quantify the unobservable effects of trade liberalization and trade protection* », *Journal of Comparative Economics*, vol. 51, n° 4.

Lehtimäki (J.) et Sondermann (D.) (2020), « *Baldwin vs. Cecchini revisited: The growth impact of the European Single Market* », *Working Paper Series*, n° 2392, BCE, avril.

Letta (E.), « *Much more than a market: speed, security, solidarity* », Commission européenne, 2024.

McCallum (J.) (1995), « *National borders matter: Canada–U.S. regional trade patterns* », *American Economic Review*, 85(3), p. 615-623.

Mion (G.) et Ponattu (D.) (2019), « *Estimating economic benefits of the Single Market for European countries and regions* », *Bertelsmann Stiftung Policy Paper*.

Monteagudo (J.), Rutkowski (A.) et Lorenzani (D.) (2012), « *The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation* », *Economic Papers*, n° 456, Commission européenne, Direction générale des affaires économiques et financières.

Nitsch (V.) (2000), « *National borders and international trade: Evidence from the European Union* », *Canadian Journal of Economics*, 33(4), p. 1091-1105.

Parsons (C.) et Smith (A.) (2022), « *The 'completeness' of the EU Single Market in comparison to the United States* », *Single Market Economics Papers*, WP2022/7,

Direction générale du marché intérieur, de l'industrie, de l'entrepreneuriat et des PME (Commission européenne), Chief Economist Team.

Santamaria (M.), Ventura (J.) et Yeşilbayraktar (U.) (2023), « *Exploring European regional trade* », *Journal of International Economics*, 146(C).

Tinbergen (J.) (1962), *Shaping the world economy: Suggestions for an international economic policy*, The Twentieth Century Fund.

Wolf (H.C.) (2000), « *Intranational home bias in trade* », *The Review of Economics and Statistics*, 82(4), p. 555-563.

Wolfmayr (Y.) et Pfaffermayr (M.) (2022), « *The EU services directive: Untapped potentials of trade in services* », *FIW Research Reports*, n° 03, juillet.

## 2

# Les prévisions à court terme de l'activité économique de la zone euro dans un monde incertain

Sercan Eraslan, Andrea Fabbri et Lorena Saiz

## 1 Introduction

**Évaluer les perspectives de croissance à court terme et les risques associés sur la base des données disponibles est essentiel à la prise de décisions de politique monétaire.** Par conséquent, les banques centrales élaborent et affinent en permanence leurs modèles de prévision du PIB à court terme, spécialement conçus pour fournir des informations rapidement disponibles, fiables et fondées sur des données sur l'état actuel de l'économie et les perspectives de croissance à court terme. Par exemple, depuis 2015, la BCE utilise un ensemble de modèles « canoniques » (*workhorse*) pour prévoir la croissance du PIB en volume à court terme dans la zone euro (cf. Bañbura et Saiz, 2020).

**Ces dernières années, une série de chocs majeurs a fortement perturbé les performances des méthodes de prévision traditionnelles, rendant plus difficile l'élaboration de prévisions précises.** Des événements tels que la pandémie de COVID-19 et la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine ont entraîné des fluctuations importantes des variables économiques et accentué le niveau d'incertitude entourant ces prévisions. Ces événements ont aggravé les difficultés bien connues inhérentes aux prévisions économiques en temps réel, y compris la combinaison d'informations tirées de données collectées à des fréquences différentes (par exemple, mensuelles/trimestrielles) et la prise en compte des différences dans les calendriers de publication des données, les retards de publication et les révisions des données.

**Dans ce contexte, cet article examine les améliorations récentes apportées aux modèles de prévision à court terme utilisés par la BCE.** Notre revue de la stratégie de politique monétaire de 2025 a souligné l'importance d'affiner en permanence les outils de prévision et de conserver une boîte à outils analytique large et polyvalente dans un monde incertain et en évolution rapide. Pour répondre à ce besoin, une stratégie en deux volets a été élaborée afin d'actualiser et d'affiner le cadre de prévision à court terme. Premièrement, les modèles canoniques existants de la BCE ont été minutieusement testés et améliorés. Ces révisions avaient pour objectif de renforcer la précision et la fiabilité des prévisions ponctuelles et de densité relatives à la croissance du PIB en volume dans la zone euro. Les prévisions de densité sont particulièrement importantes pour quantifier l'incertitude liée aux prévisions et peuvent être utilisées pour évaluer les risques à court terme entourant les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE. Deuxièmement, des approches alternatives utilisant des méthodes avancées d'apprentissage automatique ont été étudiées afin de compléter les modèles canoniques traditionnels. Si ces outils innovants sont encore en phase

expérimentale, ils peuvent contribuer à remédier aux instabilités et à capturer d'éventuelles non-linéarités dans les relations économiques.

**Le reste de l'article est structuré de la façon suivante.** La section 2 évalue les principaux défis liés aux prévisions de l'activité économique dans la zone euro depuis le début de la pandémie. La section 3 présente la boîte à outils révisée pour les prévisions à court terme, y compris les modèles canoniques, et fournit une évaluation en temps réel de leurs performances prédictives. La section 4 explore une approche complémentaire par apprentissage automatique. La section 5 apporte des éléments de conclusion.

## 2 Les défis liés aux prévisions depuis la pandémie

**Les évolutions économiques extrêmes observées pendant la pandémie étaient pratiquement impossibles à prévoir en temps réel.** Les modèles standards ayant été mis en difficulté, la BCE a utilisé plusieurs approches innovantes pour prévoir la croissance du PIB en volume de la zone euro, en tenant compte des caractéristiques et des implications uniques de la pandémie (cf. par exemple Battistini *et al.*, 2020).

**Depuis la pandémie, d'autres chocs majeurs ont exercé une pression supplémentaire sur les modèles de prévision, qui ont eu du mal à s'adapter à un environnement où les profils historiques ne constituent plus nécessairement des références fiables pour l'avenir.** De même que la pandémie, des chocs tels que la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine, avec la crise de l'énergie et la poussée inflationniste qui y ont été associées, ainsi que les tensions géopolitiques et commerciales plus récentes, ont fortement affecté l'économie de la zone euro. Ces perturbations ont également entraîné des fluctuations considérables des principaux indicateurs économiques, posant des défis majeurs lors de l'actualisation et de la réestimation des modèles de prévision à court terme, ce qui rend les relations économiques plus difficiles à discerner. Les fluctuations soudaines et extrêmes de l'activité économique ont perturbé les profils saisonniers, ce qui a posé problème pour les méthodes traditionnelles d'ajustement saisonnier et entraîné des distorsions potentielles des données corrigées. En outre, les révisions apportées aux chiffres du PIB et à d'autres données économiques ont été plus fréquentes et plus importantes que par le passé, ajoutant une couche de complexité supplémentaire<sup>1</sup>.

**Ces chocs ont eu des effets hautement hétérogènes entre les secteurs, qui ne sont pas facilement capturés par les modèles de prévision à court terme.**

Pendant la pandémie, les services nécessitant de nombreux contacts, tels que l'hôtellerie, les voyages et les loisirs, ont été particulièrement durement touchés en raison des restrictions imposées sur les déplacements et les interactions sociales,

<sup>1</sup> Un autre défi persistant est la volatilité dans le domaine de l'investissement en droits de propriété intellectuelle, en particulier ceux liés aux activités des sociétés multinationales en Irlande. Même avant la pandémie, les investissements volatils en droits de propriété intellectuelle en Irlande avaient affecté de façon disproportionnée les chiffres du PIB de la zone euro. Depuis la pandémie, cette volatilité s'est intensifiée, ce qui a entraîné une nouvelle distorsion des données agrégées et compliqué l'évaluation des évolutions économiques (cf. Andersson *et al.*, 2024).

tandis que d'autres services, tels que les services numériques et le commerce électronique, ont enregistré une demande accrue. La crise de l'énergie qui a suivi a encore accentué les disparités entre les secteurs, car les industries à forte intensité énergétique, telles que le secteur manufacturier et les transports, ont été confrontées à de fortes hausses des coûts de production. Ces évolutions de l'activité économique spécifiques à chaque secteur ont constitué des défis importants pour les modèles de prévision du PIB à court terme, accentuant la divergence entre les données tirées d'enquêtes et les indicateurs économiques quantitatifs. Il est donc devenu évident que les modèles de prévision nécessitent une plus grande flexibilité et adaptabilité afin de tenir compte des modifications rapides de la composition sectorielle et de leur impact sur la production agrégée.

**Les facteurs structurels et les tendances de fond, tels que le changement climatique, les évolutions démographiques (par exemple, le vieillissement de la population) et la croissance des technologies numériques, jouent également un rôle.** Si ces facteurs devraient avoir un impact significatif sur l'économie à moyen et à long terme, ils pourraient également influencer les évolutions économiques à court terme. Toutefois, leur nature graduelle et multidimensionnelle rend difficile leur intégration dans les modèles de prévision à court terme.

**Ces difficultés ont collectivement pesé sur les performances des modèles de prévision à court terme existants utilisés par la BCE.** Si la boîte à outils de prévision à court terme révisée décrite dans cet article ne résout pas tout, elle permet de répondre à certains défis majeurs, tels que les changements dans la relation entre les données tirées d'enquêtes et les indicateurs quantitatifs, la volatilité accrue, l'incertitude liée aux prévisions (y compris l'incertitude relative aux paramètres) et l'intégration de sources de données supplémentaires afin de capturer de façon plus complète différents aspects de l'économie. Toutefois, des questions telles que l'ajustement saisonnier, l'investissement en droits de la propriété intellectuelle en Irlande et les changements structurels ne relèvent pas du champ d'application de la boîte à outils révisée.

### 3 La boîte à outils révisée pour les prévisions à court terme

**Les banques centrales utilisent divers modèles économétriques pour analyser les cycles d'activité et établir des prévisions à court terme de l'activité économique.** Les modèles de régression linéaire simple (équations *bridge*), les modèles à facteurs dynamiques (*dynamic factor models*, DFM), les modèles vectoriels autorégressifs (VAR) et les modèles de régression MIDAS (*mixed data sampling model*) comptent parmi les plus utilisés. Chacune de ces classes de modèles présente des caractéristiques distinctes qui les rendent bien adaptées aux prévisions à court terme, et toutes ont été largement mises en application par les universitaires, les banques centrales et d'autres prévisionnistes<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Cf., par exemple, Linzenich et Meunier (2024) pour la boîte à outils développée à la BCE ; Deutsche Bundesbank (2023) ; et Almuzara *et al.* (2023)

**La génération précédente de modèles de prévision à court terme relatifs à la croissance du PIB en volume de la zone euro reposait sur un système de régressions linéaires ou équations bridge<sup>3</sup>.** Ce cadre (ci-après « anciens modèles de la BCE ») s'appuyait sur un système de régressions linéaires (équations *bridge*) pour prévoir la croissance trimestrielle du PIB à l'aide d'un ensemble de prédicteurs trimestriels et de prédicteurs mensuels agrégés à une fréquence trimestrielle. Les anciens modèles de la BCE adoptaient une perspective fondée sur l'offre pour mesurer le PIB en volume, en raison de sa couverture plus complète et plus rapide des données et de sa plus grande précision par rapport à la perspective fondée sur la demande<sup>4</sup>. Les prédicteurs mensuels inclus dans les équations *bridge* pour les prévisions de croissance du PIB ont été, en retour, estimés à l'aide de modèles auxiliaires (DFM et VAR) intégrant des informations provenant d'autres variables mensuelles. L'ensemble de données utilisé était de taille moyenne (30 indicateurs) et combinait des indicateurs quantitatifs (par exemple, la production industrielle, les ventes au détail) avec des données qualitatives (tirées d'enquêtes) et des indicateurs financiers. Enfin, outre l'élaboration de prévisions ponctuelles, ce cadre fournissait des prévisions de densité afin de capturer l'incertitude entourant les prévisions ponctuelles, ainsi qu'une décomposition des déterminants à l'origine des révisions des prévisions entre les actualisations (une « analyse de nouveaux éléments »).

**Les anciens modèles de la BCE ont fourni des prévisions de croissance du PIB en volume de la zone euro raisonnablement précises jusqu'à fin 2019.** Toutefois, leurs performances se sont détériorées à la suite de l'émergence de la pandémie, avant un léger redressement. Les services de la BCE ont affiné ce cadre, en mettant l'accent en particulier sur l'amélioration de la performance prédictive au cours de la période post-pandémie et sur l'élaboration d'approches plus robustes face à l'impact de chocs importants. La sous-section suivante décrit les caractéristiques de ce nouveau cadre. Afin de faciliter la comparaison, le tableau 1 présente les caractéristiques de l'ancien et du nouveau cadre.

<sup>3</sup> Cf. Baríbura et Saiz (2020) pour une vue d'ensemble des anciens modèles de la BCE utilisés pour les prévisions à court terme de l'activité économique dans la zone euro.

<sup>4</sup> Pour la mesure du PIB, la perspective fondée sur l'offre repose sur la production de biens et de services (la valeur ajoutée dans le secteur industriel et les services), tandis que la perspective fondée sur la demande prend en compte le montant total dépensé en biens et services (la consommation et l'investissement).

**Tableau 1**

Caractéristiques des anciens et des nouveaux modèles de la BCE

	Anciens modèles de la BCE	Nouveaux modèles de la BCE
<b>Équations bridge</b>	Six équations <i>bridge</i> de deux types (basées sur l'offre, tirées d'enquêtes) Prédicteurs basés sur l'offre : production industrielle et valeur ajoutée dans les services Prédicteurs tirés d'enquêtes : indice composite des directeurs d'achat pour la production et indice des directeurs d'achat pour la production dans la construction	Deux équations <i>bridge</i> d'un type (basée sur l'offre) Prédicteurs basés sur l'offre : valeur ajoutée dans les services, valeur ajoutée dans la construction et valeur ajoutée dans le secteur industriel
<b>Modèles auxiliaires</b>	Trois VAR, deux DFM Fréquence mensuelle Volatilité constante	Trois VAR, trois DFM Fréquence trimestrielle et mensuelle Volatilité stochastique
<b>Prévisions ponctuelles</b>	Moyenne	Médiane 1)
<b>Prévisions de densité</b>	Combinaison de six densités normales	Combinaison de deux densités

1) En raison de la volatilité accrue des données, les prévisions ponctuelles dans les nouveaux modèles de la BCE sont calculées en utilisant la médiane de la distribution des résultats possibles. La médiane fournit des prévisions plus stables que la moyenne, car elle est moins influencée par les valeurs extrêmes.

### 3.1 Cadre révisé de l'équation *bridge*

**Le cadre révisé reste fondé sur des équations *bridge*, qui sont relativement flexibles malgré leur simplicité.** Les nouveaux modèles de la BCE continuent de déployer un système de modèles de régression linéaire, se concentrant sur les prévisions de croissance du PIB fondées sur l'offre (c'est-à-dire la valeur ajoutée par secteur). Cette approche a été privilégiée car elle est simple à estimer, facile à interpréter et à communiquer, et fournit des prévisions plus précises que d'autres modèles. Dans le même temps, malgré sa structure simple, le cadre de l'équation *bridge* est flexible car il peut intégrer plusieurs classes de modèles auxiliaires.

**Les nouveaux modèles de la BCE intègrent deux types de modèles auxiliaires à l'état de l'art.** Comme son prédécesseur, le nouveau modèle repose sur les deux mêmes types de modèles auxiliaires : DFM et VAR<sup>5</sup>. Toutefois, ces modèles auxiliaires ont été entièrement révisés, combinant des indicateurs mensuels et trimestriels et intégrant une volatilité variable dans le temps afin de mieux rendre compte des évolutions de la dynamique des données économiques (cf. encadré 1 pour les détails techniques du cadre révisé).

**L'ensemble des prédicteurs a été révisé pour inclure les données nouvellement disponibles, telles que la production de services, et obtenir une proportion plus équilibrée entre les indicateurs quantitatifs et les indicateurs tirés d'enquêtes.** Cet ajustement répond aux limites liées à l'utilisation d'indicateurs qualitatifs ou tirés d'enquêtes qui, bien que rapidement disponibles et instructifs, ont montré une relation plus faible et moins stable avec l'activité économique ces dernières années. En outre, l'absence d'indicateurs quantitatifs pour le secteur des

<sup>5</sup> Si les modèles tels que les modèles DFM et VAR présentent des caractéristiques distinctives qui les rendent adaptés aux prévisions, leur exactitude peut évoluer au fil du temps en raison d'un environnement économique en évolution rapide. L'intégration de ces classes de modèles dans le système d'équations *bridge* permet d'exploiter leurs forces de prévision tout en réduisant l'incertitude du modèle.

services a été identifiée comme un facteur de la détérioration des performances des anciens modèles de la BCE.

**Comme leurs prédécesseurs, les nouveaux modèles de la BCE peuvent produire à la fois des prévisions ponctuelles et des prévisions de densité.** Les prévisions ponctuelles fournissent une estimation unique et centrale de la tendance attendue du PIB et constituent les principales prévisions communiquées. Toutefois, depuis la pandémie, il est de plus en plus important de ne pas se limiter aux prévisions ponctuelles en raison de l'incertitude accrue, et de se concentrer sur les prévisions de densité. Les prévisions de densité offrent un éventail de résultats possibles du PIB et leurs probabilités associées. En d'autres termes, la largeur de la prévision de densité indique l'incertitude entourant la prévision ponctuelle.

**Le nouveau cadre continue de rendre compte de l'impact des données disponibles sur les révisions des prévisions.** Outre les prévisions ponctuelles et de densité, le nouveau cadre fournit également une décomposition des révisions des prévisions de croissance du PIB (c'est-à-dire la différence entre les prévisions consécutives du PIB) en surprises ou nouveaux éléments d'information extraits de modèles dans les publications de prédicteurs mensuels et trimestriels (ainsi que les effets des révisions des données historiques et de la réestimation des paramètres)<sup>6</sup>. En conséquence, le signe des nouveaux éléments (positif ou négatif) indique si la publication des nouvelles données a été meilleure ou moins bonne que prévu par le modèle. Pour plus de clarté, la décomposition des informations est regroupée en grandes catégories d'indicateurs économiques, tels que les indicateurs relatifs aux services et au secteur industriel, ainsi que les enquêtes (cf. encadré 2 pour une illustration de l'utilisation du cadre révisé dans la pratique pour l'analyse des prévisions à court terme en temps réel).

## Encadré 1

### Le système révisé d'équations *bridge* : résumé technique

Sercan Eraslan et Lorena Saiz

La boîte à outils révisée continue de s'appuyer sur un système d'équations *bridge*, un modèle de prévision à court terme largement utilisé par les banques centrales et d'autres prévisionnistes<sup>7</sup>. Il s'agit d'une régression linéaire simple, dans laquelle l'indicateur trimestriel d'intérêt (par exemple, la croissance trimestrielle du PIB en volume) est prédit à l'aide d'autres régresseurs trimestriels, tels que ses composantes du PIB du côté de l'offre (par exemple, la valeur ajoutée dans le secteur industriel, les services et la construction). Par conséquent, l'équation *bridge* pour la croissance trimestrielle du PIB peut être spécifiée comme suit :

$$y_{m,t}^Q = \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{i,t}^Q + \epsilon_t^Q$$

<sup>6</sup> Cf. Bańbura et Modugno (2014) pour une vue d'ensemble détaillée de la décomposition de nouveaux éléments d'information et Bańbura et Saiz (2020) pour sa mise en œuvre dans les prévisions de croissance du PIB en volume de la zone euro à la BCE.

<sup>7</sup> Une équation *bridge* est généralement une régression linéaire qui relie une variable cible à basse fréquence à un ou plusieurs indicateurs à haute fréquence, créant ainsi un pont (*bridge*) entre eux.

où  $y_{m,t}^Q$  est l'indicateur cible et  $X_{i,t}^Q$  est l'indicateur de prévision  $i$  ( $i = 1, \dots, k$ ) à la même fréquence. La constante de la régression est désignée par  $\alpha$ , tandis que  $\beta_i$  correspond au coefficient de régression et  $\epsilon_t^Q$  au résidu de la régression. Le système d'équations *bridge* est composé de deux régressions linéaires. Les deux incluent le même ensemble de prédicteurs trimestriels : la valeur ajoutée dans le secteur industriel, la valeur ajoutée dans les services et la valeur ajoutée dans la construction ( $k = 3$ ), qui sont prédites par deux modèles auxiliaires différents ( $m = 1, 2$ ). Ces équations sont estimées à l'aide de techniques bayésiennes et en supposant des a priori normaux inverse-gamma. L'échantillon de l'estimation commence en 1995.

Chacun des prédicteurs trimestriels utilisés pour prévoir la croissance du PIB est estimé à l'aide d'un modèle à facteurs dynamiques (DFM) et d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR). Les deux modèles, qui incluent des indicateurs trimestriels et mensuels (c'est-à-dire à fréquences mixtes), sont estimés à l'aide de techniques bayésiennes et intègrent des volatilités stochastiques variables dans le temps, permettant de mieux prévoir l'activité économique en période d'incertitude élevée. Les deux modèles peuvent également traiter efficacement différentes fréquences de données et des observations manquantes. En outre, certaines propriétés des modèles, telles que la structure des facteurs commune dans les modèles DFM et la correction des valeurs aberrantes pour les volatilités variables dans le temps dans les modèles VAR, permettent d'éliminer le bruit dans les données.

Le modèle DFM à fréquence mixte suit principalement l'approche proposée par Antolín-Díaz *et al.* (2017, 2024) et l'associe à la suggestion de Camacho et Pérez-Quirós (2010) pour traiter les indicateurs tirés d'enquêtes dans le modèle<sup>8</sup>. Pour chaque prédicteur trimestriel du PIB, un modèle DFM auxiliaire distinct est estimé à l'aide d'un petit ensemble d'indicateurs mensuels. Chaque modèle DFM inclut un facteur commun et plusieurs composantes idiosyncrasiques qui suivent un processus autorégressif de second ordre. Le modèle est spécifié et estimé sous forme d'espace-état à l'aide de techniques bayésiennes, les résidus dans les équations de mesure et de transition présentant une volatilité stochastique et un ajustement des valeurs aberrantes conformément à Carriero *et al.* (2024).

Le modèle VAR à fréquences mixtes élargit les modèles VAR bayésiens avec volatilité stochastique et ajustements des valeurs aberrantes à un paramètre à fréquences mixtes. Plus précisément, les modèles VAR auxiliaires à fréquences mixtes prennent en compte des erreurs distribuées en  $t$  - et un ajustement des valeurs aberrantes dans la volatilité stochastique, ce qui les rend plus robustes face aux chocs importants et aux valeurs aberrantes. L'estimation du modèle VAR est basée sur des techniques bayésiennes, utilisant l'algorithme développé par Chan *et al.* (2023) pour échantillonner les observations manquantes (par exemple en raison de fréquences mixtes ou de retards de publication). Conformément à l'approche utilisée pour les modèles DFM auxiliaires, des modèles VAR auxiliaires distincts sont estimés pour chaque prédicteur trimestriel en utilisant les mêmes ensembles de données que les modèles DFM. Chaque modèle VAR est spécifié avec trois retards et avec des a priori du Minnesota pour les coefficients.

Enfin, les prévisions de la croissance trimestrielles du PIB sont générées en deux étapes. Premièrement, les prévisions pour les prédicteurs trimestriels – valeur ajoutée dans le secteur industriel, dans les services, dans la construction – sont produites à l'aide des modèles auxiliaires.

---

<sup>8</sup> Le modèle original proposé par Antolín-Díaz *et al.* (2017, 2024) permet également des évolutions progressives de la croissance à long terme. Toutefois, une analyse préliminaire a montré que cette caractéristique n'était pas bénéfique pour la performance du modèle dans la prévision de la croissance du PIB en volume de la zone euro.

Deuxièmement, les prédictions relatives à ces indicateurs sont utilisées dans les deux équations *bridge* pour générer des prévisions de croissance du PIB. Sur la base des techniques d'estimation bayésiennes, toutes les distributions de probabilités sont estimées pour les deux étapes. Les distributions de probabilités individuelles relatives à la croissance du PIB sont mutualisées pour calculer à la fois les prévisions ponctuelles et les prévisions de densité liées à la croissance du PIB. Les prévisions ponctuelles de croissance du PIB sont calculées comme la médiane des prévisions de densité combinées issues des deux équations *bridge*. Les densités prédictives tiennent compte des volatilités variables dans le temps et intègrent donc à la fois les paramètres évolutifs et les incertitudes résiduelles entourant la tendance centrale des prévisions de croissance du PIB.

---

### 3.2 La performance prédictive des modèles

**Un exercice d'évaluation des prévisions en temps réel a été réalisé pour les nouveaux modèles de la BCE, en mettant particulièrement l'accent sur les performances post-pandémie.** La précision des prévisions issues des modèles a été comparée à celle des anciens modèles de la BCE et des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE. À cette fin, les séries historiques en temps réel de l'ensemble de données ont été construites en utilisant les informations issues du portail de données de la BCE<sup>9</sup>.

**L'évaluation de ses performances suit les calendriers de publication des données statistiques (telles que la production industrielle) et des indicateurs de confiance tirés d'enquêtes (tels que l'indice des directeurs d'achat).** Il en résulte un calendrier de prévisions bimensuel, produisant un total de 12 estimations pour chaque trimestre cible de l'échantillon d'évaluation, signifiant qu'à chaque parution, les prévisions publiées sont générées pour les deux trimestres à venir. La première prévision est générée environ cinq mois avant la fin du trimestre cible et la prévision finale est produite deux semaines après la fin du trimestre. Pour les prévisions ponctuelles, la précision est évaluée en utilisant le biais pour mesurer la surestimation ou la sous-estimation systématique, et à l'aide de l'erreur absolue moyenne de prévision (MAFE) afin d'évaluer l'ampleur moyenne des erreurs de prévision, indépendamment du signe<sup>10</sup>. La période d'évaluation couvre la période post-pandémie, du premier trimestre 2022 au deuxième trimestre 2025. Les deux métriques sont calculées en utilisant la première publication (l'estimation rapide préliminaire) de la croissance du PIB publiée environ 30 jours après la fin du trimestre de référence.

**L'exactitude des prévisions des nouveaux modèles de la BCE au cours de la période post-pandémie est nettement plus élevée que celle de leurs**

<sup>9</sup> Pour les indicateurs sans séries historiques en temps réel, la dernière série disponible (finale) est utilisé afin de reproduire le retard de publication pour les séries passées (c'est-à-dire en pseudo temps réel).

<sup>10</sup> Le biais mesure les erreurs moyennes de prévision en tenant compte du signe de ces erreurs. Par conséquent, un biais positif (négatif) indique que le modèle surestime (sous-estime) la cible en moyenne.

**prédecesseurs**<sup>11</sup>. Le graphique 1 montre le biais (partie a) et la MAFE (partie b) pour les anciens modèles de la BCE (barres jaunes) et les nouveaux modèles de la BCE (barres bleues) ainsi que pour les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE (ligne rouge) sur l'ensemble de la période d'évaluation. Si les prévisions fondées sur les anciens modèles de la BCE avaient tendance à sous-estimer la croissance du PIB en volume, comme indiqué par leur biais négatif, les nouveaux modèles de la BCE affichent généralement un biais beaucoup plus proche de zéro. Les nouveaux modèles de la BCE sont également plus précis dans l'ensemble, comme le démontrent leurs valeurs MAFE plus faibles par rapport aux anciens modèles de la BCE. Toutefois, si la précision des prévisions s'améliore généralement (c'est-à-dire que l'erreur moyenne absolue diminue) à mesure que davantage d'informations deviennent disponibles, la précision des prévisions dans ce cas était plus erratique. Cela pourrait être attribué à la durée relativement courte de l'échantillon d'évaluation, qui a coïncidé avec une période d'incertitude accrue en raison des chocs successifs sur l'activité économique de la zone euro. Ces chocs incluent la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine, avec la forte poussée des prix de l'énergie et de l'inflation qui a suivi, et, plus récemment, les incertitudes liées au commerce. Lorsqu'on compare la performance prédictive des nouveaux modèles de la BCE avec les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE (qui intègrent le jugement d'experts), aucun biais systématique n'est observé. Toutefois, les projections macroéconomiques se sont révélées plus précises dans l'ensemble.

---

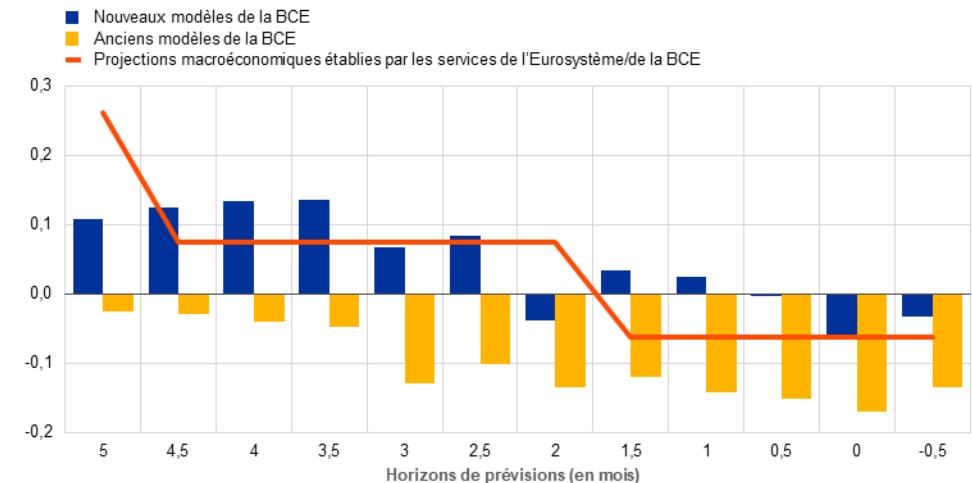
<sup>11</sup> Toutefois, les anciens modèles de la BCE ont affiché de meilleures performances prédictives que les nouveaux modèles au cours de la période pré-pandémie.

## Graphique 1

Précision des prévisions des modèles de la BCE et des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE depuis 2022

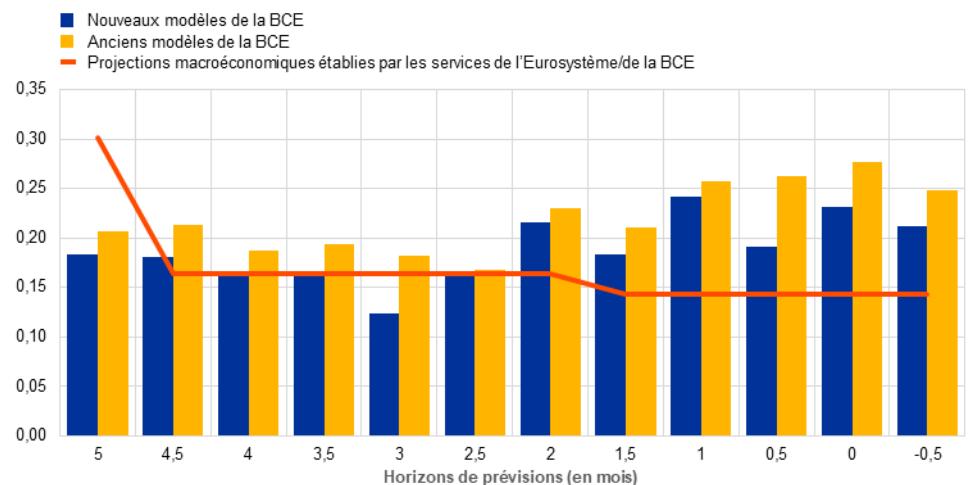
### a) Biais

(en points de pourcentage)



### b) Erreur de prévision absolue moyenne

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

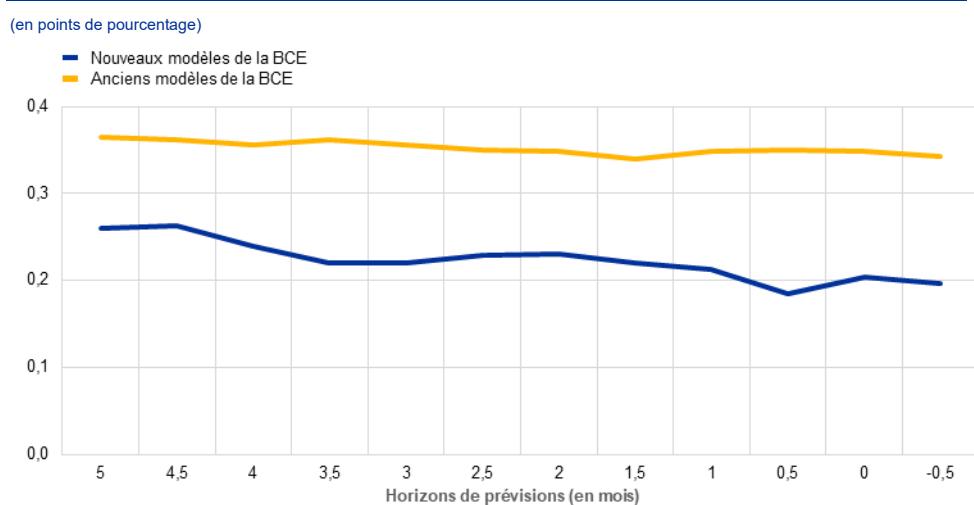
Notes : Pour chaque trimestre, on évalue une séquence de 12 actualisations des prévisions en temps réel. L'horizon de prévision (axe des abscisses) est défini comme la distance (en mois) entre la date de prévision et la fin du trimestre de référence. Une convention est adoptée selon laquelle les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE sont finalisées vers le milieu du deuxième mois de chaque trimestre (1,5 ou 4,5 mois avant la fin du trimestre de référence). Le biais correspond à la différence moyenne entre la prévision et le résultat. Un biais positif (négatif) indique une surestimation (sous-estimation). La précision des prévisions est mesurée par l'erreur absolue moyenne de prévision. Les prévisions du PIB sont évaluées par rapport à l'estimation préliminaire rapide de la croissance du PIB (publiée à la fin du premier mois du trimestre suivant).

**Les nouveaux modèles de la BCE fournissent également des prévisions de densité plus précises.** Outre l'évaluation des prévisions ponctuelles, la précision de l'ensemble de la distribution des prévisions est également examinée. À cette fin, le score de probabilité classée continue (*continuous ranked probability score*, CRPS), qui compare les distributions prévues aux résultats réels, est utilisé pour évaluer les prévisions de densité produites par les anciens et les nouveaux modèles de la BCE. Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la

BCE ne sont pas incluses dans cette évaluation, car elles ne fournissent pas de prévisions de densité<sup>12</sup>. Le graphique 2 montre que les nouveaux modèles de la BCE fournissent des probabilités plus précises (CRPS plus faible) que les anciens modèles de la BCE sur tous les horizons de prévision. Ce résultat n'est pas surprenant, car l'intégration des volatilités variables dans le temps améliore l'ajustement des prévisions de densité.

**Graphique 2**

Précision des prévisions de densité – score de probabilité classé continu



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Cf. les notes du graphique 1. Le score de probabilité classé continu mesure la précision des prévisions de densité à l'aide de la différence absolue attendue entre la distribution des prévisions et la valeur réalisée. Des valeurs plus faibles indiquent des prévisions plus précises et mieux calibrées.

#### 4 Cadre complémentaire : un modèle de forêt de régression quantile (*quantile regression forest model*)

**Les modèles d'apprentissage automatique sont de plus en plus utilisés pour les prévisions économiques en raison de leur flexibilité et leur forte performance prédictive.** Contrairement aux modèles traditionnels de prévision de séries chronologiques, qui reposent sur des cadres économétriques spécifiques et des hypothèses paramétriques, les modèles d'apprentissage automatique identifient les tendances directement à partir des données. Cela leur permet de capturer des relations complexes, potentiellement non linéaires, entre les variables. Si les modèles d'apprentissage automatique traitent généralement les observations comme étant indépendantes et ne tiennent pas explicitement compte des dépendances temporelles, cette caractéristique peut être avantageuse dans des environnements en évolution rapide lorsque les décalages récents peuvent s'avérer moins informatifs ou lorsque les dynamiques sous-jacentes mettent du temps à se dérouler.

<sup>12</sup> La mise en œuvre du score de probabilité classé continu suit Panagiotelis et Smith (2008), p. 719.

**Cette section décrit brièvement un modèle d'apprentissage automatique spécifique, le modèle de forêt de régression quantile (QRF), qui a été testé pour les prévisions du PIB à court terme.** Les modèles QRF constituent une méthode d'apprentissage automatique bien établie déjà déployée à la BCE pour prédire la dynamique de l'inflation à court terme avec une précision relativement élevée<sup>13</sup>. Le modèle QRF combine le concept de régression quantile, qui estime des centiles spécifiques de la distribution de la variable cible, avec le pouvoir prédictif d'un ensemble d'arbres de décision (c'est-à-dire des forêts)<sup>14</sup>. En agrégant les prédictions de nombreux arbres, le modèle QRF fournit à la fois une prévision ponctuelle et une distribution prédictive de la variable cible, ce qui est particulièrement utile pour évaluer l'incertitude et le risque. Un avantage supplémentaire de cette approche est la possibilité d'évaluer la contribution de chaque prédicteur à la prévision en utilisant les valeurs de Shapley<sup>15</sup>. Cette caractéristique permet d'évaluer l'impact des publications de nouvelles données sur les révisions des prévisions (à l'instar de l'analyse des nouveaux éléments d'information dans le cadre de l'équation *bridge*), ce qui améliore la transparence et l'interprétabilité et réduit la perception du modèle comme une « boîte noire ».

**Le modèle est estimé à l'aide de relations contemporaines entre la croissance du PIB et un large éventail d'indicateurs économiques.** L'ensemble de données inclut la production industrielle, les échanges commerciaux, les enquêtes, l'activité financière et d'autres données quantitatives, toutes à l'origine disponibles à une fréquence mensuelle. Elles sont agrégées à une fréquence trimestrielle à l'aide de moyennes simples afin de correspondre aux données du PIB, tandis que les valeurs manquantes sont estimées à l'aide d'un modèle autorégressif à moyenne mobile intégrée (*autoregressive integrated moving average*, ARIMA). Les prévisions sont ensuite élaborées en utilisant des indicateurs à fréquence trimestrielle pour le trimestre cible. La forêt est estimée à l'aide d'hyperparamètres recommandés dans la littérature sur les régressions, assurant la stabilité du modèle et un équilibre entre le biais et la variance<sup>16</sup>.

**Une évaluation des prévisions en temps réel a été réalisée pour la période post-pandémie afin d'évaluer les performances du modèle QRF.** La période d'évaluation s'étend du premier trimestre 2022 au deuxième trimestre 2025 (comme dans la section 3.2). Six prévisions ont été produites pour chaque trimestre, à partir de cinq mois avant la fin du trimestre cible<sup>17</sup>. Le graphique 3 présente la précision des prévisions, en indiquant le biais (partie a) et la MAE (partie b) pour le modèle QRF et les nouveaux modèles de la BCE. Le modèle QRF affiche une ampleur de biais légèrement inférieure, mais avec le même signe pour tous les horizons de

<sup>13</sup> Cf. Lenza *et al.* (2025)

<sup>14</sup> Un arbre de décision divise les données en groupes de plus en plus petits en fonction des valeurs des variables d'entrée telles que la production industrielle, la confiance des consommateurs et les ventes au détail. À chaque étape, l'arbre tente d'établir des prédictions aussi précises que possible en divisant les données sur la base de la variable qui explique le plus la variation de la valeur cible.

<sup>15</sup> Les valeurs de Shapley attribuent la contribution de chaque caractéristique à une prévision spécifique de façon équitable et cohérente (Lundberg *et al.*, 2019).

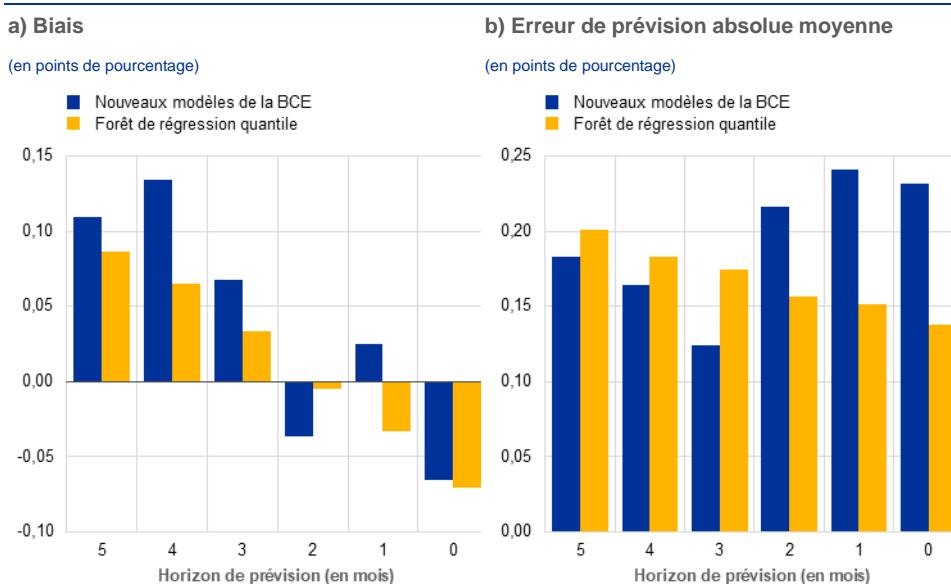
<sup>16</sup> Le modèle prend en compte 1 000 arbres avec un minimum de dix observations par feuille et un tiers des prédicteurs disponibles à chaque division.

<sup>17</sup> Les résultats des prévisions en milieu de mois ne sont pas présentés dans le graphique 3, mais suivent la même tendance.

prévision. En termes de MAFE, le modèle QRF présente des erreurs plus importantes que les nouveaux modèles de la BCE au début de l'horizon de prévision, mais sa précision s'améliore de façon constante à mesure que des données supplémentaires deviennent disponibles et dépasse celle des nouveaux modèles de la BCE vers la fin du trimestre cible. Cette amélioration a été plus marquée en 2022, lorsque le modèle QRF a affiché une plus grande précision prédictive, possiblement en raison de non-linéarités résultant des effets persistants de la pandémie et de l'émergence de la crise énergétique (par exemple, la réouverture de l'économie, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement). Toutefois, sur un échantillon d'évaluation plus long commençant en 2017 (non présenté), les performances du modèle ont été légèrement inférieures à celles des nouveaux modèles de la BCE. Dans l'ensemble, le modèle QRF affiche de bonnes performances en tant qu'outil de prévision du PIB à court terme, en particulier en période d'instabilité économique, et peut servir de recouplement utile au regard des principaux modèles canoniques.

### Graphique 3

#### Précision des prévisions du modèle de forêt de régression quantile



Source : Calculs de la BCE.

Notes : L'horizon de prévision (axe des abscisses) est défini comme la distance (en mois) entre la date de prévision et la fin du trimestre de référence. Le biais correspond à la différence moyenne entre la prévision et le résultat. Un biais positif (négatif) indique une surestimation (sous-estimation). La précision des prévisions est mesurée par l'erreur absolue moyenne de prévision. Les prévisions du PIB sont évaluées par rapport à l'estimation rapide préliminaire de la croissance du PIB (publiée à la fin du premier mois du trimestre suivant).

### Encadré 2

#### Étude de cas : les prévisions en temps réel du PIB à court terme pour le troisième trimestre 2025

Sercan Eraslan, Andrea Fabbri et Lorena Saiz

Cet encadré présente un cas illustrant la manière dont les modèles de prévision à court terme du PIB sont utilisés dans les travaux quotidiens de la BCE. L'encadré, qui se concentre sur le troisième trimestre 2025, montre l'évolution des prévisions ponctuelles et de densité produites par les

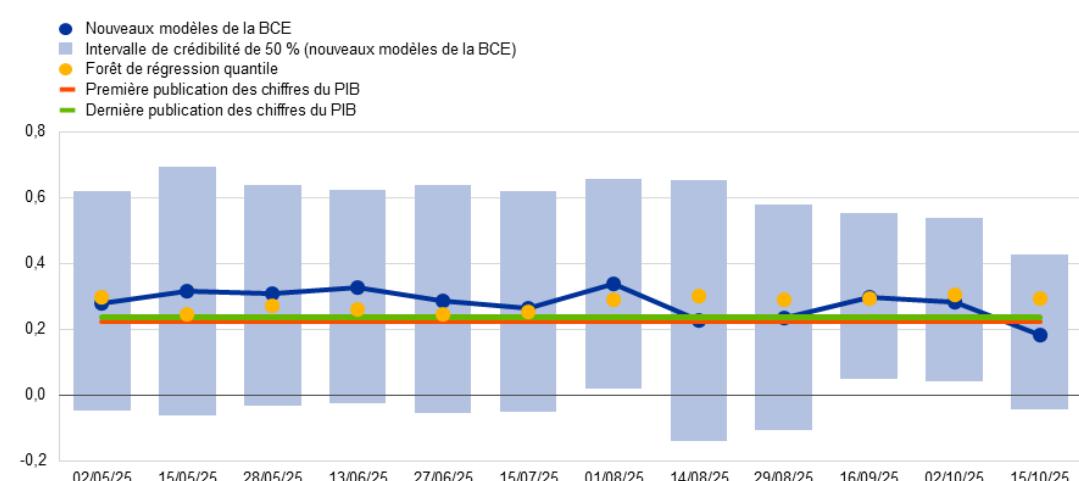
nouveaux modèles de la BCE et évalue l'impact des données disponibles sur les révisions des prévisions.

Le graphique A présente la séquence de 12 prévisions en temps réel de la croissance du PIB en volume de la zone euro pour le troisième trimestre 2025, sur la base des nouveaux modèles de la BCE. Outre les prévisions ponctuelles, le graphique montre l'éventail des résultats possibles dans un intervalle de crédibilité de 50 %. La première prévision a été élaborée début mai 2025, cinq mois avant la publication de l'estimation rapide préliminaire du PIB. Les prévisions ont ensuite été actualisées deux fois par semaine, la prévision finale ayant été générée deux semaines avant la publication des chiffres du PIB le 30 octobre. Sur l'horizon de prévision, la prédiction médiane de la croissance du PIB a fluctué entre 0,2 % et 0,3 %, s'établissant juste au-dessous de 0,2 % dans la dernière itération de mi-octobre. Cette prévision finale était proche de l'estimation rapide préliminaire du PIB, qui se situait dans l'intervalle de crédibilité de 50 % de la prévision de densité combinée issue des nouveaux modèles de la BCE. Les prévisions produites par le modèle QRF complémentaire reflétaient étroitement les prévisions générées par les nouveaux modèles de la BCE, la prévision finale étant légèrement supérieure à la valeur réalisée.

### Graphique A

#### Prévisions de croissance du PIB en volume pour le troisième trimestre 2025

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La ligne bleue représente les prévisions ponctuelles de croissance du PIB en volume au troisième trimestre 2025, basées sur les nouveaux modèles de la BCE issus de différentes actualisations des prévisions (axe des abscisses). Les barres indiquent la fourchette des résultats possibles avec une probabilité de 50 % (intervalle de crédibilité de 50 % ou intervalle interquartile) sur la base des nouveaux modèles de la BCE. Les prévisions ponctuelles du modèle complémentaire de forêt de régression quantile sont représentées par des points jaunes. Les lignes rouges et vertes se rapportent respectivement à l'estimation rapide préliminaire (du 30 octobre) et à l'estimation rapide (du 14 novembre) de la croissance du PIB publiées par Eurostat.

Le graphique B illustre l'analyse des déterminants des révisions des prévisions entre les actualisations consécutives pour le troisième trimestre 2025. Les barres représentent les surprises extraîtes des modèles qui entraînent des révisions des prévisions du PIB, regroupées en différentes catégories d'indicateurs. Par exemple, les surprises négatives dans les données d'enquêtes (barres violettes) ont contribué à la révision à la baisse des prévisions du PIB entre mai et juillet 2025. Au cours de la même période, les surprises positives ressortant des indicateurs relatifs au marché du travail et des données sur la production industrielle (barres vert foncé et barres rouges, respectivement) ont poussé les prévisions du PIB à la hausse. Les ajustements de prévisions les plus importants ont été effectués plus tard dans l'horizon de prévision, plus précisément mi-août et mi-octobre. Ces révisions ont en grande partie résulté de surprises négatives dans les données

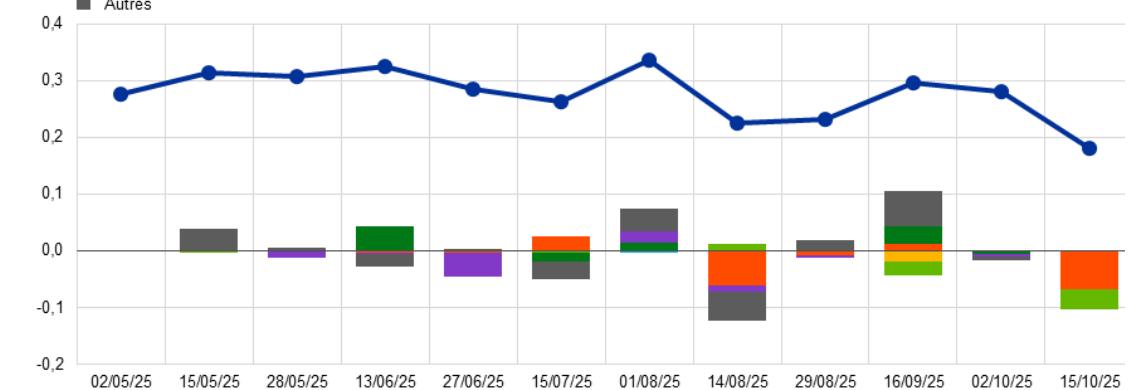
relatives à la production industrielle, la révision à la baisse dans l'actualisation finale reflétant également des surprises négatives dans les données relatives aux services (barres vert clair). Le graphique B met également en évidence l'impact des révisions des données historiques sur les révisions des prévisions, qui sont représentées dans la catégorie « Autres » (barres gris foncé). Par exemple, la révision à la hausse des prévisions du 16 septembre 2025 a principalement résulté de la catégorie « Autres », reflétant en grande partie l'effet significatif des révisions des données relatives à la production industrielle sur les prévisions de croissance du PIB.

### Graphique B

Nouveaux éléments d'information extraits de modèles et révisions des prévisions de croissance du PIB en volume pour 2025

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

- Nouveaux modèles de la BCE
- Valeur ajoutée sectorielle
- Production industrielle
- Services
- Commerce
- Main-d'œuvre
- Enquêtes
- Autres



Source : Calculs de la BCE.

Notes : La ligne bleue représente les prévisions médianes des nouveaux modèles de la BCE (à partir de la densité combinée de deux équations bridge) pour la croissance du PIB en volume au troisième trimestre 2025, issues de différentes actualisations des prévisions (axe des abscisses). Les barres indiquent la décomposition des révisions de prévisions entre les actualisations consécutives selon les nouveaux éléments d'information issus de différents groupes d'indicateurs: Valeur ajoutée sectorielle = composantes du PIB liées à la valeur ajoutée sectorielle ; Production industrielle = indicateurs de la production industrielle ; Services = indicateurs relatifs aux services et au commerce de détail ; Échanges commerciaux = indicateurs liés au commerce international ; Main-d'œuvre = indicateurs relatifs au marché du travail ; Enquête = indicateurs tirés d'enquêtes ; Autres = effets des révisions des données historiques et des réestimations des paramètres.

## 5 Conclusions

**Au cours des cinq dernières années, une série de chocs majeurs ont représenté des défis importants pour la modélisation économique et les prévisions à court terme du PIB.** La pandémie et les perturbations consécutives de la chaîne d'approvisionnement, l'invasion de l'Ukraine par la Russie ainsi que la crise énergétique et la poussée de l'inflation qui en ont résulté, et les incertitudes plus récentes liées au commerce ont toutes contribué à des fluctuations importantes de l'activité économique et à un environnement économique et politique plus dynamique et imprévisible. En conséquence, l'incertitude liée aux modèles et aux prévisions s'est accrue.

**En réponse à l'évolution de l'environnement économique, la boîte à outils de la BCE pour les prévisions du PIB à court terme a été entièrement actualisée.**

Cette révision s'est concentrée sur l'amélioration des performances prédictives en tenant compte de la volatilité accrue et de l'incertitude liée aux modèles. Une stratégie en deux volets a été élaborée afin d'actualiser et d'affiner le cadre de prévision à court terme. Premièrement, les modèles canoniques basés sur le système d'équation *bridge* ont été entièrement révisés et améliorés. La révision intègre des modèles DFM auxiliaires et des modèles VAR de pointe avec une volatilité variable dans le temps. En outre, de nouveaux indicateurs devenus disponibles, tels que ceux relatifs au secteur des services, ont été intégrés dans l'ensemble de données, sur la base des recommandations de Baíbura et Saiz (2020). Deuxièmement, des approches alternatives utilisant des méthodes d'apprentissage automatique avancées ont été étudiées pour compléter les modèles canoniques traditionnels. En particulier, le modèle QRF a affiché une précision en matière de prévision comparable à celle des modèles traditionnels pendant la période post-pandémie, tant pour les prévisions de croissance du PIB du trimestre en cours que pour celles du trimestre suivant. C'est d'autant plus remarquable compte tenu de la nature purement fondée sur les données de ce modèle d'apprentissage automatique, en contraste avec la sélection minutieuse des variables et la paramétrisation nécessaires aux modèles traditionnels. Toutefois, on ne sait toujours pas si les performances relativement solides du modèle QRF sont spécifiques à l'environnement actuel très volatil.

**Néanmoins, il est important de reconnaître que la période post-pandémie reste marquée par une incertitude inhabituellement élevée, nécessitant des évaluations et des révisions fréquentes et systématiques des modèles de prévision afin d'en assurer l'exactitude.** Comme souligné dans l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE pour 2025, les performances prédictives seront contrôlées régulièrement et les modèles de prévision du PIB à court terme seront révisés si nécessaire. En outre, l'exploration continue de nouvelles sources de données et de méthodes avancées d'apprentissage automatique devrait rester une priorité afin d'améliorer encore les prévisions macroéconomiques à court terme.

## Bibliographie :

Almuzara (M.), Baker (K.), O'Keeffe (H.) et Sbordone (A.) (2023), « *The New York Fed Staff Nowcast 2.0* », *New York Fed Staff Nowcast Technical Paper*, Federal Reserve Bank of New York, juin.

Andersson (M.), Blatnik (N.), Byrne (S.), Emter (L.), González Pardo (B.), Jarvis (V.), Schmitz (M.), Zorell (N.) et Zwick (C.) (2024), « *Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity* », *Occasional Paper Series*, n° 350, BCE, juin.

Antolín-Díaz (J.), Drechsel (T.) et Petrella (I.) (2017), « *Tracking the Slowdown in Long-Run GDP Growth* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99, n° 2, mai, p. 343-356.

Antolín-Díaz (J.), Drechsel (T.) et Petrella (I.) (2024), « *Advances in nowcasting economic activity: The role of heterogeneous dynamics and fat tail* », *Journal of Econometrics*, vol. 238, n° 2, janvier.

Bañbura (M.) et Modugno (M.) (2024), « *Maximum likelihood estimation of dynamic factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, n° 1, p. 133-160.

Bañbura (M.) et Saiz (L.) (2020), « *Les prévisions à court terme de la BCE relatives à l'activité économique dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE.

Battistini (N.), de Bondt (G.), de Santis (R.A.) et Saiz (L.) (2021), « *Évaluation des évolutions économiques à court terme en période de COVID-19* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE.

Camacho (M.) et Pérez-Quirós (G.) (2010), « *Introducing the euro-sting: Short-term indicator of euro area growth* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, n° 4, juin/juillet, p. 663-694.

Carriero (A.), Clark (T.E.), Marcellino (M.) et Mertens (E.) (2024), « *Addressing COVID-19 Outliers in BVARs with Stochastic Volatility* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 106, n° 5, septembre, p. 1403-1417.

Chan (J.C.), Poon (A.) et Zhu (D.) (2023), « *High-dimensionnally gaussian state space models with Missing data* », *Journal of Econometrics*, vol. 236, n° 1, septembre.

Deutsche Bundesbank (2023), « *Models for short-term economic forecasting during the revised crisis* », *Monthly Report*, vol. 75, n° 9, septembre, p. 61-78.

Meinshausen (N.) (2006), « *Quantile Regression Fests* », *Journal of Machine Learning Research*, vol. 7, p. 983-999.

Lenza (M.), Moutachaker (I.) et Paredes (J.) (2025), « *Density forecast of inflation: A quantile regression forest approach* », *European Economic Review*, vol. 178, septembre.

Linzenich (J.) et Meunier (B.) (2024), « *Nowcasting made easy: a toolbox for economists* », *Working Paper Series*, n° 3004, BCE, décembre.

Lundberg (S.M.), Erion (G.G.) et Lee (S.I.) (2019), « *Consistent Individualised Feature Attribution for Tree Ensembles* », *arXiv*.

Panagiotelis (A.) et Smith (M.) (2008), « *Bayesian density forecasting of intraday electricity prices using multivariate skew t distributions* », *International Journal of Forecasting*, vol. 24, n° 4, p. 710-727.

Probst (P.), Wright (M.N.) et Boulesteix (A-L.) (2019), « *Hyperameters and tuning strategies for random forest* », *WIRESS Data Mining and Knowledge Discovery*, vol. 9, n° 3, mai/juin.

# 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (HICP)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	3,5	2,5	5,1	1,3	3,1	3,6	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,4	2,9	0,3	0,7	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,1	-0,2	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 Q4	0,9	0,5	0,2	0,3	1,5	0,4	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 Q1	0,8	-0,2	0,7	0,4	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
Q2	0,9	0,9	0,3	0,5	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
Q3	.	.	0,1	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
2025 June	-	-	-	-	-	-	2,7	3,6	3,3	0,1	2,0
July	-	-	-	-	-	-	2,7	3,8	3,1	0,0	2,0
Aug.	-	-	-	-	-	-	2,9	3,8	2,7	-0,4	2,0
Sep.	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	-0,3	2,2
Oct.	-	-	-	-	-	-	.	3,6	3,0	0,2	2,1
Nov.	-	-	-	-	-	-	.	3,2	.	.	2,1

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)

Total	GDP											
	Domestic demand								External balance <sup>1)</sup>			
					Gross fixed capital formation				Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>
	Total	Total	Private consumption	Government consumption	Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2022	13 757,9	13 486,6	7 258,1	2 941,9	3 017,6	1 555,4	871,5	584,5	269,0	-271,3	7 421,7	7 150,4
2023	14 663,7	14 137,7	7 750,7	3 097,3	3 214,9	1 641,8	929,2	637,6	74,8	-525,9	7 378,5	6 852,5
2024	15 231,4	14 563,9	8 029,7	3 259,8	3 209,9	1 648,3	922,9	632,4	64,5	-667,5	7 489,3	6 821,8
2024 Q4	3 866,3	3 705,1	2 032,0	830,6	815,5	416,4	232,2	165,3	27,0	-161,2	1 885,7	1 724,5
2025 Q1	3 905,6	3 745,9	2 055,0	835,8	836,9	421,3	232,0	182,0	18,2	-159,7	1 931,9	1 772,2
Q2	3 936,6	3 775,3	2 066,2	845,8	829,1	423,4	234,1	169,8	34,3	-161,3	1 911,9	1 750,6
Q3	3 969,1	3 813,9	2 080,5	856,6	840,7	426,2	237,4	175,4	36,1	-155,2	1 924,5	1 769,3
as percentage of GDP												
2024	100,0	95,6	52,7	21,4	21,1	10,8	6,1	4,2	0,4	-4,4	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	0,2	-	-	0,1	0,1
2025 Q1	0,6	0,5	0,2	0,0	2,6	0,5	0,0	11,4	-	-	2,3	2,2
Q2	0,1	0,3	0,3	0,4	-1,7	0,0	0,5	-8,5	-	-	-0,4	-0,1
Q3	0,3	0,5	0,2	0,7	0,9	0,0	1,1	3,1	-	-	0,7	1,3
annual percentage changes												
2022	3,6	4,0	5,3	1,3	2,1	-0,1	4,1	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,0	2,2	6,3	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,3	2,2	-2,0	-1,4	-2,0	-3,3	-	-	0,6	-0,1
2024 Q4	1,3	1,6	1,8	2,2	-2,1	-0,5	-1,0	-7,3	-	-	0,4	0,9
2025 Q1	1,6	2,3	1,5	2,1	2,4	0,4	-0,4	11,3	-	-	2,5	4,0
Q2	1,6	2,6	1,6	1,5	3,2	1,1	-0,7	15,8	-	-	0,5	2,7
Q3	1,4	1,7	1,1	1,7	2,5	1,4	2,6	5,3	-	-	2,7	3,6
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2024 Q4	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-	-
2025 Q1	0,6	0,5	0,1	0,0	0,5	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-	-
Q2	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-
Q3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,2	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2022	3,6	3,9	2,8	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,0	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2024 Q4	1,3	1,5	1,0	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,6	-0,2	-	-
2025 Q1	1,6	2,2	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	-	-
Q2	1,6	2,5	0,8	0,3	0,7	0,1	0,0	0,6	0,7	-1,0	-	-
Q3	1,4	1,7	0,6	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	-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)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administra- tion, education, health and social work	Arts, entertain- ment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2022	12 365,4	217,8	2 423,2	647,7	2 360,6	638,7	543,7	1 340,4	1 491,1	2 319,4	382,8	1 392,5
2023	13 265,9	224,4	2 615,9	710,9	2 462,9	697,3	600,3	1 472,4	1 614,5	2 455,4	411,8	1 397,8
2024	13 715,2	233,5	2 579,1	731,4	2 550,1	734,1	633,3	1 536,5	1 690,4	2 595,0	431,9	1 516,1
2024 Q4	3 480,3	59,6	661,3	183,8	644,2	187,2	159,3	386,0	428,4	661,2	109,2	386,0
2025 Q1	3 508,8	60,3	665,6	186,9	648,5	188,9	160,9	387,7	431,1	668,4	110,5	396,8
Q2	3 541,8	62,0	666,4	189,6	654,6	191,1	161,9	390,6	436,1	677,4	112,3	394,8
Q3	3 567,8	63,2	666,1	190,6	658,3	193,5	164,7	393,0	441,2	684,2	113,0	401,3
as percentage of value added												
2024	100,0	1,7	18,8	5,3	18,6	5,4	4,6	11,2	12,3	18,9	3,1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q4	0,3	0,7	0,2	0,1	0,2	0,9	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,1	1,6
2025 Q1	0,6	1,4	2,0	0,6	0,3	0,8	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,2
Q2	0,2	-1,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,4	0,0	0,3	0,2	0,3	0,0
Q3	0,3	0,5	0,0	0,0	0,4	0,9	1,0	0,2	0,4	0,3	0,3	-0,1
annual percentage changes												
2022	4,0	-0,5	0,7	-0,4	8,8	6,6	-2,1	2,4	5,9	2,8	17,3	0,7
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,7	-2,6	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,7
2024	0,9	-0,5	-0,7	-0,7	0,9	2,9	1,7	1,6	1,8	1,5	1,6	0,5
2024 Q4	1,0	0,3	-0,6	-0,9	1,1	2,7	2,1	1,5	1,0	1,8	1,9	5,0
2025 Q1	1,5	1,0	3,0	-0,4	0,9	3,4	0,0	0,9	1,2	1,7	1,3	2,7
Q2	1,4	1,1	2,9	0,2	1,1	3,6	-0,2	0,8	0,7	1,3	1,1	2,8
Q3	1,4	1,7	2,3	0,7	1,3	3,1	0,9	0,8	0,9	1,3	-0,2	1,2
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2024 Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2025 Q1	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2022	4,0	0,0	0,1	0,0	1,6	0,4	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 Q4	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	-
2025 Q1	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
Q2	1,4	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q3	1,4	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 2 Economic activity

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

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	By employment status			By economic activity									
	Total	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													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,6
2024	100,0	86,1	13,9	2,8	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
<i>annual percentage changes</i>													
2022	2,4	2,5	1,4	-0,7	1,2	3,6	3,3	5,8	0,1	3,5	3,9	1,5	1,1
2023	1,5	1,6	1,1	-1,1	0,8	1,6	2,0	4,1	0,7	2,0	1,8	1,3	1,7
2024	0,9	1,0	0,6	-0,9	0,3	0,9	1,1	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	0,7
2024 Q4	0,7	0,8	0,3	-2,2	0,1	0,7	1,2	1,3	1,7	0,3	0,1	1,4	0,3
2025 Q1	0,8	0,9	0,1	-1,5	-0,2	0,8	0,6	1,0	1,5	3,0	0,7	1,4	1,0
Q2	0,7	0,7	0,8	-1,9	-0,3	1,1	0,9	0,5	1,3	3,4	1,0	1,1	0,3
Q3	0,6	0,6	0,5	-1,6	-0,2	1,5	0,5	-0,1	1,3	2,7	0,9	1,0	0,7
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,0	3,5	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
<i>annual percentage changes</i>													
2022	3,8	3,9	3,3	-1,0	1,3	4,3	7,6	6,2	-0,6	5,7	4,7	1,1	4,8
2023	1,7	2,0	0,6	-1,4	1,1	1,3	2,0	4,0	0,8	1,6	2,1	1,9	2,4
2024	1,1	1,2	0,6	-0,6	0,3	1,1	1,1	2,2	1,5	0,0	1,2	1,8	1,1
2024 Q4	1,0	1,2	0,2	-1,6	-0,1	0,8	1,2	1,6	0,9	1,9	0,8	1,9	1,2
2025 Q1	0,4	0,6	-0,7	-2,4	-0,8	0,6	0,2	1,0	1,0	2,4	0,3	1,2	1,7
Q2	0,3	0,5	-0,2	-2,6	-0,8	1,3	0,4	0,2	1,0	2,5	0,6	0,7	1,2
Q3	0,8	0,9	0,5	-2,3	0,0	1,5	0,8	-0,3	1,3	3,8	1,1	1,2	1,7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2022	1,3	1,3	1,8	-0,3	0,1	0,7	4,2	0,4	-0,7	2,2	0,8	-0,4	3,7
2023	0,2	0,4	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,3	0,6	0,6
2024	0,2	0,2	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,3	0,4
2024 Q4	0,2	0,4	-0,1	0,7	-0,2	0,1	0,0	0,3	-0,8	1,6	0,6	0,6	0,9
2025 Q1	-0,4	-0,2	-0,8	-0,9	-0,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	0,6
Q2	-0,4	-0,2	-0,9	-0,7	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	-0,3	-0,4	0,8
Q3	0,2	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,0	0,2	-0,2	0,0	1,1	0,3	0,2	0,9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>										Job vacancy rate <sup>3)</sup>		
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2024			100,0		78,7		21,3		51,2		48,8				
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,651	7,2	3,2	
2023	169,704	2,9	11,166	6,6	2,4	8,874	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,522	6,9	3,1	
2024	171,293	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,592	6,1	5,326	6,6	2,6	
2024 Q4	171,634	2,8	10,634	6,2	2,0	8,359	5,4	2,275	14,4	5,469	6,0	5,165	6,4	2,5	
2025 Q1	172,628	2,8	10,988	6,4	2,1	8,630	5,5	2,358	14,8	5,609	6,1	5,379	6,6	2,4	
Q2	173,027	2,8	11,092	6,4	2,1	8,756	5,6	2,336	14,7	5,735	6,2	5,357	6,6	2,3	
Q3	173,021	2,8	11,110	6,4	2,0	8,750	5,6	2,360	14,9	5,694	6,2	5,416	6,7	2,1	
2025 May	-	-	11,040	6,4	-	8,699	5,5	2,341	14,7	5,723	6,2	5,317	6,6	-	
June	-	-	11,052	6,4	-	8,725	5,6	2,327	14,6	5,701	6,2	5,351	6,6	-	
July	-	-	11,004	6,4	-	8,711	5,5	2,293	14,5	5,658	6,2	5,346	6,6	-	
Aug.	-	-	11,010	6,4	-	8,706	5,5	2,304	14,6	5,658	6,2	5,352	6,6	-	
Sep.	-	-	11,046	6,4	-	8,704	5,5	2,342	14,8	5,668	6,2	5,378	6,6	-	
Oct.	-	-	11,033	6,4	-	8,681	5,5	2,352	14,8	5,652	6,1	5,381	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						Construction production	Retail sales				Services production <sup>1)</sup>	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy		7	8	9	10	11	12
	1	2	3	4	5	6		1	2	3	4	5	6
% 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												
2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,5	4,5	10,0	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,1	-1,0	-5,0	2,1	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	-0,1	0,0	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,7	1,6	-0,1
2024 Q4	-1,6	-1,9	-2,5	-4,0	2,2	0,3	-0,1	2,3	1,1	3,1	0,9	2,0	-2,2
2025 Q1	1,5	1,6	-1,0	-1,7	9,5	0,7	-0,3	2,4	1,4	3,1	1,6	2,8	-2,8
Q2	1,3	1,3	-1,3	0,5	6,0	1,2	0,8	3,0	2,2	3,6	3,9	2,4	-0,8
Q3	1,5	1,6	-0,6	1,1	5,0	0,5	0,5	1,9	1,0	2,8	1,4	2,7	6,1
2025 May	3,0	3,0	-1,6	2,9	9,2	2,3	0,7	2,3	1,0	3,0	2,8	2,4	5,8
June	0,6	0,5	-1,4	-0,6	4,4	3,0	-0,1	3,8	2,6	4,7	4,3	3,5	-11,6
July	1,9	2,2	-0,9	2,1	6,2	0,3	0,7	2,6	1,2	4,1	2,2	2,9	6,7
Aug.	1,2	1,5	-1,6	-0,1	7,3	-0,7	1,0	1,8	0,9	2,7	0,8	2,4	7,7
Sep.	1,2	1,2	0,4	1,1	1,9	2,0	-0,4	1,2	0,9	1,5	1,1	2,7	4,0
Oct.	2,0	1,5	0,5	0,5	4,5	4,5	0,5	1,5	0,9	2,1	1,8	.	5,3
	month-on-month percentage changes (s.a.)												
2025 May	1,0	0,6	-1,6	1,1	6,3	3,5	-1,4	-0,2	-0,5	0,0	-1,0	0,3	-1,4
June	-0,7	-0,7	0,0	-1,4	-3,9	1,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,8	0,1	-5,5
July	0,6	0,9	0,5	1,8	2,0	-1,9	0,6	-0,1	-0,7	0,6	-1,2	0,3	4,9
Aug.	-1,0	-1,0	-0,2	-1,9	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,4	-0,5	-0,3	0,1	0,8
Sep.	0,2	-0,3	0,3	0,1	-2,3	1,1	-0,6	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
Oct.	0,8	0,6	0,3	0,5	1,4	1,1	0,9	0,0	0,3	-0,2	0,3	.	0,7

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
1999-21								
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1
2025			77,6					90,0
2025 Q1	95,5	-11,3	77,2	-14,1	-3,3	-5,8	4,4	90,3
Q2	94,4	-11,0	77,5	-15,7	-3,4	-7,8	2,4	89,8
Q3	95,6	-10,3	77,8	-15,0	-3,3	-6,9	4,1	89,9
Q4			78,0					90,1
2025 June	94,2	-11,8		-15,3	-2,9	-7,6	3,2	
July	95,8	-10,4	77,8	-14,7	-3,1	-6,6	4,3	89,9
Aug.	95,4	-10,2		-15,5	-3,5	-6,3	4,0	
Sep.	95,7	-10,3		-14,9	-3,2	-7,7	3,9	
Oct.	96,8	-8,5	78,0	-14,2	-2,5	-6,9	4,2	90,1
Nov.	97,0	-9,3		-14,2	-1,7	-5,7	5,7	

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

### 2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

(current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations						
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing	
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>		Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percent- age of GDP		Annual percentage changes			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022	13,5	90,7	0,8	2,1	12,5	2,5	8,1	37,9	5,2	72,6	4,9	9,9	3,4	
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,8	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,8	
2024	15,2	81,7	2,4	2,3	-2,8	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	-2,4	0,9	
2024 Q3	15,1	82,1	2,7	2,3	-2,5	5,9	2,9	35,7	4,7	67,4	1,9	3,7	0,9	
Q4	15,2	81,7	2,3	2,3	-1,6	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	2,6	0,9	
2025 Q1	15,2	81,3	1,1	2,4	0,2	4,5	4,6	35,5	3,8	67,0	2,8	8,2	1,7	
Q2	15,2	81,5	1,3	2,6	2,8	4,9	4,7	35,3	3,5	66,3	2,6	11,8	1,6	

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 2 Economic activity

### 2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts (EUR billions; seasonally adjusted unless otherwise indicated; transactions)

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit 1	Debit 2	Balance 3	Credit 4	Debit 5	Credit 6	Debit 7	Credit 8	Debit 9	Credit 10	Debit 11	Credit 12	Debit 13
2024 Q4	1 486,3	1 412,3	74,0	703,7	622,3	381,9	334,7	352,2	351,5	48,6	103,7	35,7	23,8
2025 Q1	1 552,7	1 485,4	67,3	758,1	644,1	391,8	363,4	354,3	390,8	48,5	87,1	31,9	26,6
Q2	1 498,1	1 408,2	89,9	713,8	627,5	387,4	346,2	348,3	339,0	48,5	95,5	18,6	17,3
Q3	1 485,8	1 410,6	75,2	708,3	628,3	387,6	349,3	341,0	335,9	48,9	97,1	22,7	14,1
2025 Apr.	498,6	475,9	22,7	239,4	207,9	127,2	117,3	115,6	118,2	16,4	32,5	5,8	5,3
May	501,4	470,9	30,5	238,4	205,8	129,2	114,7	117,7	119,0	16,1	31,4	5,9	5,4
June	498,1	461,5	36,7	236,1	213,9	131,1	114,2	115,0	101,8	16,0	31,6	6,9	6,6
July	497,0	467,1	29,9	236,2	211,6	128,1	115,6	116,1	107,5	16,5	32,4	9,1	4,1
Aug.	492,3	470,1	22,2	233,3	208,1	129,7	116,1	113,0	113,8	16,4	32,2	5,9	5,0
Sep.	496,5	473,4	23,1	238,9	208,6	129,7	117,7	111,9	114,6	16,0	32,5	7,7	5,0
12-month cumulated transactions													
2025 Sep.	6 022,9	5 716,5	306,3	2 884,0	2 522,3	1 548,6	1 393,7	1 395,7	1 417,1	194,5	383,5	108,9	81,8
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2025 Sep.	38,4	36,5	2,0	18,4	16,1	9,9	8,9	8,9	9,0	1,2	2,4	0,7	0,5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

### 2.9 Euro area external trade in goods<sup>1)</sup>, values and volumes by product group<sup>2)</sup> (seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)						Imports (c.i.f.)					
Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:		
		Total 1	Intermediate goods 2	Capital goods 3	Consump- tion goods 4		Manufacturing 7	Total 8	Intermediate goods 9	Capital goods 10	Consump- tion goods 11	Manufacturing 12	Oil 13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q4	1,3	2,5	716,2	335,9	139,8	226,7	594,5	687,5	382,2	113,8	172,8	496,8	71,0
2025 Q1	8,0	7,9	769,4	377,6	145,4	230,8	641,1	708,7	400,0	115,1	178,1	508,6	67,6
Q2	0,1	1,8	725,7	338,6	139,6	229,7	604,7	692,1	383,0	117,4	176,3	505,9	59,4
Q3	1,5	1,8	723,9	339,2	145,3	223,6	601,2	688,7	376,2	119,0	175,6	508,6	62,2
2025 May	1,3	-0,9	243,7	115,7	46,4	76,0	203,4	227,4	125,7	38,3	58,1	165,6	19,4
June	0,7	6,9	237,7	108,7	46,6	76,0	197,2	234,8	128,4	40,4	60,3	172,9	19,1
July	0,6	2,9	239,0	109,9	49,5	75,3	198,2	231,9	127,5	39,8	59,4	170,5	21,7
Aug.	-4,4	-3,5	237,1	109,1	47,8	74,1	195,8	226,9	123,9	39,1	57,7	167,4	20,3
Sep.	7,7	5,7	247,8	120,3	48,0	74,2	207,2	229,8	124,9	40,1	58,6	170,7	20,2
Oct.	1,0	-3,6	236,3	.	.	.	192,6	222,3	.	.	.	163,2	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q4	-2,3	1,7	93,8	87,2	90,6	108,0	94,1	100,1	95,4	98,3	109,7	100,3	134,9
2025 Q1	0,6	2,1	98,0	93,3	94,4	108,3	98,7	100,7	96,2	98,3	110,8	101,1	129,1
Q2	-2,7	1,2	94,1	87,3	90,6	109,0	94,4	101,0	95,5	101,5	111,3	101,5	134,9
Q3	0,3	3,0	95,1	88,2	94,5	106,7	95,3	101,9	96,1	103,9	111,5	103,2	135,5
2025 Apr.	-5,8	-2,5	93,6	87,2	89,5	108,1	93,8	99,6	94,8	100,0	108,5	100,2	134,4
May	-0,7	0,0	95,6	89,7	91,7	109,3	96,1	100,1	94,9	99,4	110,3	100,1	135,9
June	-1,4	6,4	93,2	85,1	90,7	109,6	93,2	103,2	96,8	105,2	115,3	104,3	134,3
July	0,0	3,8	94,8	86,5	96,4	107,9	94,9	102,1	96,6	103,7	111,5	103,1	136,4
Aug.	-5,7	-1,4	93,8	86,2	94,5	106,3	93,7	101,5	95,8	103,9	110,5	103,0	135,1
Sep.	6,0	6,2	96,7	91,8	92,6	105,9	97,4	102,1	95,8	104,1	112,4	103,6	135,1

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

### 3 Prices and costs

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

	Total			Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>								Administered prices		
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices	
		Total	excluding food and energy			4	5	6	7	8	9	10	11	12
% of total in 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,9	0,2	-0,6	0,7	2,0	4,3	
2025 Q1	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7	
Q2	128,9	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,5	1,3	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0	
Q3	129,3	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,7	1,3	0,3	0,3	0,7	2,0	2,8	
2025 June	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,2	0,1	0,5	0,0	0,2	0,4	1,9	2,8	
July	129,1	2,0	2,3	1,1	3,2	0,3	0,2	0,9	0,2	1,0	0,2	1,9	2,9	
Aug.	129,3	2,0	2,3	1,1	3,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,7	0,4	2,0	2,7	
Sep.	129,4	2,2	2,4	1,4	3,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,2	2,2	2,7	
Oct.	129,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,4	2,1	2,4	
Nov.	129,3	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,1	0,0	0,9	0,2	2,1	2,4	
	Goods						Services							
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous		
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3		
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1		
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0		
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0		
2024 Q4	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0		
2025 Q1	2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1		
Q2	3,1	2,7	4,6	-0,5	0,6	-3,2	3,3	3,0	4,4	-2,1	3,8	3,9		
Q3	3,2	2,6	5,2	0,1	0,8	-1,6	3,2	2,9	3,7	-1,2	3,2	3,8		
2025 June	3,1	2,6	4,6	-0,3	0,5	-2,6	3,3	3,0	4,0	-1,9	3,5	3,7		
July	3,3	2,7	5,4	-0,1	0,8	-2,4	3,2	2,9	4,1	-1,9	3,0	3,9		
Aug.	3,2	2,6	5,5	0,0	0,8	-2,0	3,2	2,9	3,6	-1,7	3,1	3,8		
Sep.	3,0	2,6	4,7	0,5	0,8	-0,4	3,2	2,9	3,3	-0,1	3,4	3,7		
Oct.	2,5	2,3	3,2	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	0,6	3,4	3,7		
Nov.	2,4	2,2	3,2	0,3	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,4	0,1	3,9	3,7		

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

### 3 Prices and costs

#### 3.2 Industry, construction and property prices (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

Total (index: 2021 = 100)	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Construction <sup>2)</sup>	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>			
	Total			Industry excluding construction and energy												
	Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods			Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13				
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7						
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,3	0,4			
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2			
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,3	2,2	2,0	-4,5			
2024 Q4	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	1,0	4,1	-1,3			
2025 Q1	127,7	2,3	0,7	1,3	0,7	1,7	2,1	1,5	1,6	5,0	1,0	5,3	.			
Q2	123,5	0,5	-0,1	1,0	0,2	1,7	2,2	1,9	1,4	-0,7	0,9	5,1	.			
Q3	124,1	-0,2	0,4	1,0	-0,2	1,8	2,3	1,8	1,5	-2,5	1,5	.	.			
2025 May	122,9	0,3	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,2	2,0	1,4	-1,5	-	-	-			
June	124,0	0,6	0,1	0,9	-0,1	1,7	2,4	1,8	1,5	0,0	-	-	-			
July	124,5	0,2	0,1	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,8	1,6	-1,0	-	-	-			
Aug.	124,0	-0,6	0,3	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,9	1,4	-4,1	-	-	-			
Sep.	123,9	-0,2	0,8	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,7	1,5	-2,4	-	-	-			
Oct.	124,0	-0,5	0,5	0,9	0,1	1,7	1,9	1,1	1,5	-3,9	-	-	-			

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

#### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

Total (s.a.; index: 2020 = 100)	GDP deflators								Oil prices (Brent spot, US Dollar)	Non-energy commodity prices (EUR)						
	Total	Domestic demand				Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>			Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>			
		Total	Private con- sumption	Government con- sumption	Gross fixed capital forma- tion		9	Total		Food	Non- food	Total	Food	Non- food		
1	2	3	4	5	6	7	8	9		100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
% of total																
2022	107,4	5,2	7,1	6,8	4,4	8,1	12,9	17,6	103,8	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9	
2023	113,9	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0	
2024	117,3	3,0	2,4	2,9	1,9	1,9	0,9	-0,4	82,0	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5	
2024 Q4	118,4	2,4	1,8	1,7	2,3	1,9	1,8	0,4	75,8	17,7	23,5	11,8	17,8	21,9	12,8	
2025 Q1	119,0	2,2	2,1	2,0	2,7	1,7	2,2	2,0	76,7	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2	
Q2	119,7	2,4	2,1	1,9	2,7	2,1	0,5	-0,3	68,9	-2,0	1,9	-6,2	-2,3	0,6	-6,0	
Q3	120,4	2,4	2,2	2,1	2,6	1,8	0,2	-0,5	69,9	-0,7	-0,2	-1,1	-1,8	-1,8	-1,9	
2025 June	-	-	-	-	-	-	-	-	72,9	-3,3	-1,0	-5,7	-3,3	-1,2	-6,0	
July	-	-	-	-	-	-	-	-	72,2	-3,2	-3,8	-2,5	-3,3	-3,5	-3,1	
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,1	1,2	2,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,8	
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	0,1	0,8	-0,6	-1,7	-1,8	-1,6	
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-2,1	-3,4	-0,8	-3,8	-5,3	-2,0	
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-5,0	-8,8	-0,6	-6,4	-9,7	-2,1	

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

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

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

### 3 Prices and costs

#### 3.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Consumer price trends over past 12 months	
	Selling price expectations (for next three months)				5		
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction			
	1	2	3	4	5	6	
1999-21	29,8	22,6	9,5	17,5		28,6	
2022	48,5	53,1	27,4	42,1		71,6	
2023	9,1	28,8	19,6	14,8		74,5	
2024	6,0	14,5	15,2	4,5		55,1	
2024 Q4	7,4	13,8	14,9	4,8		48,8	
2025 Q1	10,1	16,7	14,7	4,6		50,3	
Q2	8,2	16,2	14,0	3,2		49,3	
Q3	7,8	16,8	13,7	2,8		47,7	
2025 June	6,0	16,3	13,4	2,1		49,1	
July	9,1	16,8	13,8	3,2		49,0	
Aug.	7,0	16,8	14,8	0,9		47,1	
Sep.	7,3	16,9	12,6	4,4		47,1	
Oct.	7,8	16,2	12,2	6,6		48,0	
Nov.	9,9	18,4	13,3	7,9		47,5	

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

#### 3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

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

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

### 3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity										
			Agriculture, forestry andfishing	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 ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Unit labor costs													
2022	102,8	3,2	4,2	4,5	8,4	0,7	2,1	5,4	6,0	3,7	2,1	-6,7	
2023	109,4	6,4	6,4	8,3	4,6	7,7	2,4	9,7	3,3	5,5	5,1	3,4	
2024	114,3	4,5	3,3	5,4	5,9	4,5	3,0	3,5	1,1	3,6	4,7	3,9	
2024 Q4	115,4	3,5	2,1	4,6	5,7	4,3	3,0	1,7	1,5	3,7	3,7	2,7	
2025 Q1	116,1	3,0	1,9	0,0	5,1	3,9	1,5	4,5	4,2	3,8	4,0	3,2	
Q2	117,3	3,1	1,8	0,4	5,6	3,3	0,6	5,8	5,8	4,6	3,9	4,1	
Q3	118,3	3,2	1,7	1,3	4,4	3,1	1,1	4,2	6,0	3,7	3,9	5,7	
Compensation per employee													
2022	109,0	4,5	4,5	3,9	4,2	6,1	2,8	3,0	4,8	5,7	3,4	8,3	
2023	114,8	5,3	4,7	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3	
2024	119,9	4,5	3,7	4,3	4,2	4,4	4,0	3,7	3,4	4,8	4,7	4,8	
2024 Q4	121,6	4,1	4,8	3,9	4,0	4,2	4,3	2,2	2,8	4,5	4,1	4,4	
2025 Q1	122,8	3,9	4,5	3,2	3,9	4,2	3,9	2,9	2,0	4,3	4,3	3,5	
Q2	124,1	4,0	4,9	3,6	4,6	3,5	3,7	4,3	3,1	4,3	4,1	4,8	
Q3	125,3	4,0	5,0	3,8	3,6	3,9	4,3	3,8	4,1	3,7	4,2	4,7	
Labour productivity per person employed													
2022	106,1	1,2	0,2	-0,5	-3,9	5,4	0,7	-2,2	-1,1	2,0	1,3	16,0	
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,2	-2,1	2,5	-3,4	0,1	0,3	-0,3	1,8	
2024	104,9	0,0	0,4	-1,0	-1,6	-0,1	0,9	0,2	2,2	1,1	0,0	0,9	
2024 Q4	105,3	0,6	2,6	-0,6	-1,6	-0,1	1,3	0,4	1,2	0,8	0,4	1,7	
2025 Q1	105,7	0,9	2,5	3,2	-1,1	0,3	2,3	-1,6	-2,0	0,5	0,3	0,3	
Q2	105,7	0,8	3,0	3,2	-0,9	0,2	3,1	-1,4	-2,5	-0,3	0,2	0,7	
Q3	105,8	0,7	3,3	2,5	-0,8	0,7	3,2	-0,4	-1,8	0,0	0,3	-0,9	
Compensation per hour worked													
2022	103,4	3,2	5,8	3,9	4,0	1,7	2,5	3,6	3,3	4,4	3,8	4,9	
2023	108,5	4,9	4,1	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5	
2024	113,1	4,2	3,7	4,4	4,2	4,3	3,7	3,7	2,8	4,0	4,4	4,5	
2024 Q4	114,2	3,7	3,7	4,0	3,9	3,8	4,0	2,8	2,7	3,7	3,5	4,0	
2025 Q1	115,7	4,1	4,7	3,8	4,1	4,3	3,8	3,4	2,5	4,5	4,5	2,9	
Q2	116,9	4,2	4,7	4,1	4,1	3,6	3,9	4,6	4,1	4,7	4,6	4,1	
Q3	117,8	3,8	6,0	3,6	3,4	3,3	4,8	4,0	4,2	3,6	4,1	4,0	
Hourly labour productivity													
2022	100,1	-0,1	0,5	-0,6	-4,6	1,2	0,3	-1,6	-3,2	1,2	1,7	11,9	
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,7	0,4	-2,1	2,5	-3,4	0,5	0,0	-0,8	1,1	
2024	98,7	-0,2	0,0	-1,0	-1,7	-0,1	0,7	0,3	1,6	0,6	-0,3	0,5	
2024 Q4	98,7	0,3	1,9	-0,5	-1,7	-0,1	1,0	1,3	-0,3	0,2	-0,1	0,8	
2025 Q1	99,5	1,2	3,5	3,8	-0,9	0,8	2,3	-1,1	-1,4	0,8	0,4	-0,4	
Q2	99,5	1,2	3,7	3,8	-1,1	0,7	3,4	-1,2	-1,7	0,1	0,6	-0,1	
Q3	99,4	0,6	4,1	2,3	-0,8	0,5	3,5	-0,3	-2,9	-0,3	0,1	-1,8	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) 1	1-month deposits (EURIBOR) 2	3-month deposits (EURIBOR) 3	6-month deposits (EURIBOR) 4	12-month deposit (EURIBOR) 5	Secured overnight financing rate (SOFR) 6	Tokyo overnight average rate (TONAR) 7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025 June	2,01	1,93	1,98	2,05	2,08	4,32	0,48
July	1,92	1,89	1,99	2,06	2,08	4,34	0,48
Aug.	1,92	1,89	2,02	2,08	2,11	4,34	0,48
Sep.	1,92	1,90	2,03	2,10	2,17	4,30	0,48
Oct.	1,93	1,91	2,03	2,11	2,19	4,20	0,48
Nov.	1,93	1,91	2,04	2,13	2,22	3,97	0,48

Source: LSEG and ECB calculations.

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

### 4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1)(2)</sup>					Euro area <sup>1)(2)</sup>	United States	Japan	Euro area <sup>1)(2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	0,41	2,85	2,48	2,47	2,76
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 June	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,82	1,80	1,96	2,76	3,48
July	1,90	1,89	1,94	2,25	2,76	0,87	0,33	0,87	1,91	2,08	2,83	3,58
Aug.	1,94	1,90	1,92	2,22	2,79	0,89	0,45	0,88	1,89	2,03	2,83	3,72
Sep.	1,94	1,94	1,99	2,27	2,78	0,83	0,58	0,82	1,97	2,12	2,82	3,63
Oct.	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
Nov.	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64

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 1	50 2	Basic materials 3	Consumer services 4	Consumer goods 5	Oil and gas 6	Financials 7	Industrials 8	Technology 9	Utilities 10	Telecoms 11	Health care 12	Standard & Poor's 500 13	Nikkei 225 14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
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 June	561,8	5 325,1	972,2	257,8	162,5	134,4	317,4	1 161,2	1 110,0	457,0	367,1	801,4	6 030,0	38 458,3
July	566,7	5 351,7	958,0	261,1	157,2	137,2	324,3	1 192,4	1 098,2	454,6	358,5	805,9	6 296,5	40 173,0
Aug.	571,9	5 373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1 188,0	1 048,5	452,3	357,4	835,5	6 408,9	42 299,9
Sep.	572,8	5 408,0	947,6	257,8	148,6	138,8	344,7	1 198,6	1 083,0	445,8	350,4	840,5	6 584,0	44 218,5
Oct.	594,4	5 641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1 246,9	1 194,5	478,4	354,1	905,0	6 735,7	48 521,1
Nov.	593,5	5 634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1 210,9	1 153,6	499,4	340,0	913,0	6 740,9	50 111,1

Source: LSEG.

## 4 Financial market developments

### 4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business)<sup>1), 2)</sup> (percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Ex-tended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					APRC <sup>3)</sup>	Composite cost-of-borrowing indicator		
		With an agreed maturity of:		Up tp 2 years			By initial period of rate fixation		APRC <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation				APRC <sup>3)</sup>				
		Floating rate and up to 1 year	Over 2 years	Over 1 year	Floating rate and up to 1 year		Over 1 and up to 5 years	Floating rate and up to 1 year			Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16				
2024 Nov.	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47			
Dec.	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,76	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,64	3,39			
2025 Jan.	0,34	1,75	2,33	2,41	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,42	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25			
Feb.	0,32	1,55	2,20	2,35	7,75	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,52	3,37	3,09	3,61	3,33			
Mar.	0,31	1,52	2,09	2,23	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,57	3,32			
Apr.	0,29	1,50	1,96	2,28	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27			
May	0,29	1,45	1,85	2,21	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30			
June	0,27	1,44	1,78	2,19	7,41	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30			
July	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28			
Aug.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,27	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31			
Sep.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,35	16,42	6,74	7,46	8,18	4,14	3,53	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31			
Oct.	0,25	1,21	1,78	2,17	7,38	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31			

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

### 4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business)<sup>1), 2)</sup> (Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

Over-night	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 tp 2 years		Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million						
	Over-night	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		14		
2024 Nov.	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52			
Dec.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,78	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,63	4,36			
2025 Jan.	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,18	3,87	3,65	4,25			
Feb.	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11			
Mar.	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,53	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94			
Apr.	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,20	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80			
May	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66			
June	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,19	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,60			
July	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52			
Aug.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,45			
Sep.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50			
Oct.	0,52	1,91	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,51	3,42	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51			

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

### 4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity (EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; market values)

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>										
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	of which central government				
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total						
			Total	FVCs					Total	FVCs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
			Short-term															
2022	1 393,4	489,2	142,9	81,2	94,4	666,8	621,7	499,1	199,7	116,9	90,3	48,1	134,3	96,8				
2023	1 574,3	622,7	164,1	105,0	85,7	701,8	659,1	537,2	242,1	117,5	91,3	49,1	128,5	104,6				
2024	1 600,4	581,3	207,0	122,1	70,3	741,9	674,7	522,5	207,6	137,8	107,7	39,8	137,3	110,2				
2025 June	1 610,4	602,7	213,5	129,9	90,0	704,1	633,9	544,3	229,7	147,7	118,3	43,6	123,3	94,7				
July	1 615,3	600,4	217,6	123,7	96,6	700,6	631,3	565,6	238,7	159,1	124,4	47,3	120,6	99,8				
Aug.	1 660,6	632,2	220,4	123,5	98,2	709,9	640,6	534,6	240,4	136,1	109,9	30,9	127,3	103,3				
Sep.	1 633,1	603,5	221,0	131,7	92,6	716,0	635,0	590,0	235,6	159,1	128,5	46,2	149,1	111,6				
Oct.	1 649,4	602,4	208,9	115,6	96,7	741,4	662,5	601,1	228,0	160,2	125,6	45,6	167,2	136,5				
Nov.	1 647,6	613,8	195,7	106,1	91,8	746,3	660,3	518,9	215,3	138,1	114,2	37,2	128,3	104,6				
			Long-term															
2022	17 803,3	3 909,6	3 106,2	1 394,4	1 432,8	9 354,6	8 644,3	294,5	76,9	68,3	31,7	17,1	132,3	123,0				
2023	19 423,8	4 445,9	3 239,5	1 432,1	1 548,9	10 189,5	9 450,5	322,0	93,4	68,0	31,0	21,3	139,3	130,8				
2024	20 532,1	4 768,5	3 503,2	1 523,7	1 653,1	10 607,4	9 835,6	350,9	89,1	86,0	35,0	27,0	148,8	138,1				
2025 June	21 134,1	4 845,5	3 573,8	1 592,8	1 713,4	11 001,3	10 216,0	470,2	114,4	142,0	84,5	40,0	173,8	163,6				
July	21 206,4	4 874,9	3 620,0	1 604,2	1 721,2	10 990,2	10 201,3	352,9	83,9	97,8	37,6	25,4	145,8	136,5				
Aug.	21 181,2	4 870,2	3 632,3	1 618,2	1 710,9	10 967,9	10 179,7	255,1	53,8	74,9	36,5	10,2	116,3	111,9				
Sep.	21 301,7	4 870,0	3 644,7	1 623,1	1 733,8	11 053,1	10 10	422,2	94,1	114,3	43,4	44,0	169,8	161,5				
Oct.	21 460,2	4 913,7	3 691,0	1 638,3	1 743,5	11 112,0	10 312,1	392,3	89,0	115,6	44,5	35,8	151,9	141,1				
Nov.	21 587,3	4 944,4	3 749,3	1 670,8	1 761,6	11 132,1	10 330,1	387,5	99,0	118,1	55,3	40,8	129,6	120,4				

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	Total	of which central government						
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total														
			Total	FVCs																
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11								
			Outstanding amount																	
2022	19 196,7	4 398,8	3 249,2	1 475,5	1 527,2	10 021,5	9 266,0	8 688,0	531,1	1 286,4	6 869,9									
2023	20 998,1	5 068,7	3 403,6	1 537,1	1 634,6	10 891,2	10 109,6	9 673,3	625,3	1 418,9	7 628,6									
2024	22 132,5	5 349,7	3 710,2	1 645,8	1 723,4	11 349,3	10 510,3	10 151,6	755,1	1 585,6	7 810,4									
2025 June	22 744,4	5 448,2	3 787,3	1 722,7	1 803,5	11 705,4	10 849,9	10 914,2	1 012,8	1 802,3	8 098,7									
July	22 821,7	5 475,3	3 837,7	1 727,9	1 817,8	11 690,9	10 832,6	11 056,7	1 097,7	1 814,0	8 144,6									
Aug.	22 841,8	5 502,3	3 852,7	1 741,7	1 809,0	11 677,8	10 820,2	11 086,0	1 119,5	1 838,4	8 127,6									
Sep.	22 934,8	5 473,6	3 865,7	1 754,8	1 826,4	11 769,1	10 899,6	11 312,2	1 165,1	1 870,9	8 275,7									
Oct.	23 109,6	5 516,1	3 899,9	1 753,9	1 840,2	11 853,4	10 974,6	11 527,1	1 164,1	1 855,4	8 507,2									
Nov.	23 234,9	5 558,2	3 945,0	1 777,0	1 853,4	11 878,4	10 990,4	11 503,9	1 204,0	1 857,3	8 442,1									
			Growth rate <sup>1)</sup>																	
2025 Apr.	4,4	1,8	8,1	9,6	2,1	4,8	4,7	-0,1	-2,0	-0,3	0,1									
May	4,8	3,5	8,0	8,8	3,3	4,6	4,6	-0,1	-1,7	-0,2	0,1									
June	5,2	4,7	9,2	11,0	3,2	4,6	4,5	-0,2	-0,9	-0,7	-0,1									
July	5,5	4,9	9,3	11,0	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,4	0,0									
Aug.	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,6	4,6	-0,1	-0,5	-0,5	0,0									
Sep.	5,1	3,7	9,4	11,5	3,4	4,7	4,7	0,0	0,7	-0,6	0,0									
Oct.	5,2	4,0	9,5	10,0	3,2	4,7	4,6	-0,1	0,6	-0,7	0,0									
Nov.	5,7	5,0	9,7	9,7	3,7	5,0	4,7	-0,1	0,4	-0,7	-0,1									

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95,3	90,8	93,2	84,2	63,9	82,3	116,1	90,8
2023	98,1	94,0	97,5	88,9	67,3	85,8	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,6	89,6	67,6	86,9	124,1	95,0
2024 Q4	97,6	93,6	96,7	88,9	66,1	86,1	123,6	94,1
2025 Q1	97,1	93,3	96,1	88,4	63,6	85,4	122,9	93,5
Q2	100,6	96,5	100,8	92,0	65,3	88,7	127,7	96,7
Q3	102,3	98,1	103,3	-	-	-	130,1	98,4
2025 June	101,3	97,0	101,7	-	-	-	128,5	97,2
July	102,3	98,1	102,9	-	-	-	129,9	98,4
Aug.	102,2	98,0	103,2	-	-	-	129,9	98,3
Sep.	102,4	98,3	103,7	-	-	-	130,5	98,7
Oct.	102,1	97,8	103,6	-	-	-	129,9	98,1
Nov.	102,0	97,7	103,7	-	-	-	129,7	97,8
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2025 Nov.	-0,1	-0,1	0,0	-	-	-	-0,2	-0,3
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2025 Nov.	4,6	4,4	7,3	-	-	-	5,0	4,0

Source: ECB.

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

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
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
2024 Q4	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 Q1	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
Q2	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
Q3	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
2025 June	8,270	24,804	7,460	402,078	166,523	4,266	0,850	5,0454	11,009	0,938	1,152
July	8,375	24,625	7,463	399,192	171,531	4,254	0,865	5,0716	11,199	0,932	1,168
Aug.	8,344	24,517	7,464	396,454	171,790	4,261	0,865	5,0651	11,161	0,939	1,163
Sep.	8,359	24,347	7,464	391,630	173,549	4,259	0,869	5,0740	11,000	0,935	1,173
Oct.	8,281	24,315	7,468	389,912	176,153	4,249	0,872	5,0872	10,970	0,929	1,163
Nov.	8,215	24,234	7,468	384,201	179,316	4,238	0,880	5,0867	10,991	0,929	1,156
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2025 Nov.	-0,8	-0,3	0,0	-1,5	1,8	-0,3	1,0	0,0	0,2	0,0	-0,6
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2025 Nov.	7,2	-4,2	0,1	-6,1	9,9	-2,2	5,5	2,2	-5,1	-0,7	8,7

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11
Outstanding amounts (international investment position)												
2024 Q3	34 799,4	33 379,6	1 419,8	12 322,2	9 633,2	13 983,3	15 946,6	8,2	7 165,9	7 799,8	1 319,7	16 660,7
Q4	36 033,2	34 180,5	1 852,7	12 734,9	9 946,1	14 749,7	16 509,1	-2,1	7 155,8	7 725,4	1 394,8	16 712,7
2025 Q1	36 245,3	34 558,7	1 686,6	12 701,6	9 910,1	14 448,6	16 539,6	36,6	7 547,4	8 109,0	1 511,0	16 994,8
Q2	35 846,4	34 411,9	1 434,5	12 383,7	9 659,4	14 516,3	16 720,0	19,3	7 465,1	8 032,5	1 462,1	16 900,6
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2025 Q2	231,1	221,9	9,2	79,8	62,3	93,6	107,8	0,1	48,1	51,8	9,4	109,0
Transactions												
2024 Q4	68,2	-23,1	91,3	56,8	55,1	239,9	178,9	9,7	-242,0	-257,2	3,7	-
2025 Q1	811,7	714,1	97,6	138,2	45,9	213,8	202,1	-8,3	468,8	466,1	-0,8	-
Q2	284,5	192,0	92,5	-66,0	-76,7	200,3	168,5	-2,4	143,8	100,2	8,8	-
Q3	260,1	221,2	39,0	32,4	51,9	214,0	179,9	1,9	5,8	-10,6	5,9	-
2025 Apr.	98,8	79,2	19,5	6,5	15,7	28,4	-36,5	-13,2	72,0	100,0	5,1	-
May	67,5	31,5	36,1	-34,8	-54,7	59,8	76,2	11,1	29,1	10,0	2,3	-
June	118,2	81,3	36,9	-37,7	-37,7	112,1	128,8	-0,3	42,7	-9,8	1,4	-
July	23,5	20,3	3,1	28,9	23,4	51,0	55,5	-2,9	-53,6	-58,5	0,1	-
Aug.	133,4	149,9	-16,5	-2,7	18,4	55,9	58,8	6,6	72,5	72,7	1,2	-
Sep.	103,3	50,9	52,4	6,2	10,2	107,2	65,7	-1,7	-13,0	-24,9	4,6	-
12-month cumulated transactions												
2025 Sep.	1 424,5	1 104,1	320,4	161,4	76,2	868,1	729,4	0,9	376,5	298,5	17,6	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2025 Sep.	9,1	7,1	2,0	1,0	0,5	5,5	4,7	0,0	2,4	1,9	0,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	M3												Total	
	M2													
	M1			M2-M1			Total	M3-M2			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														
2022	1 537,9	9 767,0	11 304,9	1 365,2	2 568,2	3 933,5	15 238,4	122,3	647,0	51,9	821,2	16 059,6		
2023	1 534,0	8 821,3	10 355,2	2 295,2	2 462,7	4 757,9	15 113,1	183,5	740,3	72,8	996,6	16 109,7		
2024	1 554,5	9 049,1	10 603,6	2 530,8	2 469,9	5 000,7	15 604,3	253,8	880,6	37,8	1 172,2	16 776,5		
2024 Q4	1 554,5	9 049,1	10 603,6	2 530,8	2 469,9	5 000,7	15 604,3	253,8	880,6	37,8	1 172,2	16 776,5		
2025 Q1	1 558,2	9 125,3	10 683,6	2 485,3	2 491,1	4 976,3	15 659,9	241,9	894,8	43,6	1 180,3	16 840,2		
Q2	1 563,9	9 245,4	10 809,3	2 404,1	2 512,6	4 916,7	15 726,0	257,5	920,6	26,6	1 204,7	16 930,7		
Q3 <sup>(p)</sup>	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 354,6	2 538,5	4 893,2	15 789,3	258,6	927,6	7,3	1 193,5	16 982,8		
2025 May	1 561,3	9 211,0	10 772,3	2 448,2	2 504,1	4 952,3	15 724,5	247,4	910,1	35,2	1 192,7	16 917,2		
June	1 563,9	9 245,4	10 809,3	2 404,1	2 512,6	4 916,7	15 726,0	257,5	920,6	26,6	1 204,7	16 930,7		
July	1 567,0	9 247,0	10 814,0	2 405,7	2 519,4	4 925,1	15 739,0	242,8	918,0	24,9	1 185,7	16 924,7		
Aug.	1 570,5	9 270,9	10 841,5	2 388,8	2 526,0	4 914,8	15 756,3	240,6	914,8	16,1	1 171,5	16 927,8		
Sep.	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 354,6	2 538,5	4 893,2	15 789,3	258,6	927,6	7,3	1 193,5	16 982,8		
Oct. <sup>(p)</sup>	1 579,2	9 415,7	10 994,9	2 363,7	2 543,1	4 906,8	15 901,7	247,7	911,3	25,1	1 184,2	17 085,8		
Transactions														
2022	68,8	-58,0	10,8	430,2	58,0	488,2	499,0	3,4	3,7	78,4	85,5	584,5		
2023	-5,3	-966,3	-971,6	923,3	-100,1	823,2	-148,4	39,8	93,6	23,3	156,7	8,3		
2024	21,2	181,3	202,5	202,2	9,8	212,0	414,4	75,6	129,8	-34,7	170,7	585,1		
2024 Q4	12,1	170,7	182,8	-55,9	47,7	-8,2	174,6	17,4	21,5	-12,9	26,0	200,6		
2025 Q1	3,7	95,0	98,7	-40,2	14,2	-26,0	72,7	-10,5	11,0	8,7	9,3	82,0		
Q2	5,7	142,9	148,6	-71,0	21,1	-49,8	98,8	18,3	23,5	-16,9	25,0	123,7		
Q3 <sup>(p)</sup>	11,0	79,4	90,4	-49,1	25,9	-23,2	67,2	1,4	4,4	-16,8	-11,1	56,2		
2025 May	1,1	32,0	33,1	-9,8	7,8	-2,0	31,0	-8,3	10,3	-4,3	-2,3	28,8		
June	2,6	43,7	46,3	-39,8	8,6	-31,2	15,2	11,4	9,8	-9,1	12,0	27,2		
July	3,0	-2,2	0,9	-0,9	6,7	5,8	6,7	-15,5	-3,5	-0,8	-19,7	-13,1		
Aug.	3,6	29,2	32,7	-14,6	6,7	-8,0	24,8	-1,4	-4,1	-7,8	-13,4	11,4		
Sep.	4,4	52,4	56,8	-33,6	12,6	-21,0	35,8	18,3	11,9	-8,2	22,0	57,8		
Oct. <sup>(p)</sup>	4,3	58,8	63,1	-10,5	4,5	-6,0	57,1	-17,4	-17,1	17,9	-16,6	40,5		
Growth rates														
2022	4,7	-0,6	0,1	46,8	2,3	14,2	3,4	2,8	0,6	479,5	11,5	3,8		
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-3,9	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,1		
2024	1,4	2,0	1,9	8,8	0,4	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6		
2024 Q4	1,4	2,0	1,9	8,8	0,4	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6		
2025 Q1	1,7	4,4	4,0	0,7	2,3	1,5	3,2	25,7	11,7	-40,5	10,7	3,7		
Q2	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,2	11,1	3,5		
Q3 <sup>(p)</sup>	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8		
2025 May	1,9	5,5	5,0	-2,6	3,1	0,2	3,4	21,4	13,5	-45,8	11,3	3,9		
June	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,2	11,1	3,5		
July	1,9	5,6	5,1	-5,4	3,7	-0,9	3,1	8,6	9,9	-54,2	6,4	3,3		
Aug.	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	3,0	-0,1	7,7	-65,1	2,7	2,9		
Sep.	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8		
Oct. <sup>(p)</sup>	2,1	5,7	5,2	-7,9	4,5	-1,8	2,9	0,5	5,4	-46,1	1,9	2,8		

Sources: ECB.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>					Financial corpora-tions other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup> 11	Insurance corpora-tions and pension funds <sup>3)</sup> 12	Other general govern-ment <sup>4)</sup> 13
	Total 1	Overnight 2	With an agreed maturity of up to 2 years 3	Redeem-able at notice of up to 3 months 4	Repos 5	Total 6	Overnight 7	With an agreed maturity of up to 2 years 8	Redeem-able at notice of up to 3 months 9	Repos 10			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Outstanding amounts													
2022	3 351,7	2 712,3	498,7	134,5	6,2	8 371,0	5 536,9	437,3	2 396,0	0,8	1 304,5	230,5	565,2
2023	3 317,0	2 403,6	770,8	131,0	11,6	8 417,7	5 105,9	1 014,6	2 295,9	1,3	1 258,6	227,0	542,4
2024	3 415,8	2 479,2	792,1	133,4	11,1	8 748,8	5 189,3	1 255,4	2 302,7	1,3	1 358,8	231,9	548,3
2024 Q4	3 415,8	2 479,2	792,1	133,4	11,1	8 748,8	5 189,3	1 255,4	2 302,7	1,3	1 358,8	231,9	548,3
2025 Q1	3 415,8	2 479,9	786,2	139,1	10,6	8 798,5	5 255,9	1 224,6	2 316,8	1,1	1 361,3	228,7	539,4
Q2	3 439,3	2 506,4	779,7	143,9	9,3	8 842,8	5 333,2	1 175,2	2 333,3	1,1	1 360,0	233,3	544,3
Q3 <sup>(p)</sup>	3 469,1	2 538,4	778,9	145,8	6,0	8 900,8	5 402,8	1 139,1	2 357,8	1,1	1 336,6	229,2	537,3
2025 May	3 451,7	2 499,1	801,1	142,0	9,5	8 836,0	5 312,9	1 194,3	2 327,7	1,1	1 350,0	230,8	542,3
June	3 439,3	2 506,4	779,7	143,9	9,3	8 842,8	5 333,2	1 175,2	2 333,3	1,1	1 360,0	233,3	544,3
July	3 456,0	2 516,8	784,9	144,5	9,8	8 870,4	5 356,0	1 173,4	2 340,0	1,0	1 317,1	223,6	547,8
Aug.	3 464,4	2 525,2	784,9	145,0	9,3	8 881,0	5 373,5	1 160,5	2 346,0	1,1	1 309,7	226,5	544,8
Sep.	3 469,1	2 538,4	778,9	145,8	6,0	8 900,8	5 402,8	1 139,1	2 357,8	1,1	1 336,6	229,2	537,3
Oct. <sup>(p)</sup>	3 476,4	2 556,2	763,6	148,0	8,6	8 920,0	5 418,7	1 139,5	2 360,8	1,0	1 403,4	223,7	546,7
Transactions													
2022	115,7	-96,1	207,4	5,9	-1,5	295,4	164,0	74,8	56,5	0,1	6,8	5,0	10,7
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	18,4	-459,0	571,9	-95,1	0,5	-51,0	-2,1	-29,6
2024	89,4	69,7	16,5	3,0	0,2	293,7	49,3	235,9	8,4	0,1	78,7	3,9	3,2
2024 Q4	27,3	59,7	-38,9	7,0	-0,5	120,2	84,5	-4,8	40,1	0,3	34,6	0,5	-2,6
2025 Q1	7,7	6,3	-3,9	5,5	-0,2	51,0	74,0	-30,1	7,4	-0,3	11,4	-2,3	-9,2
Q2	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	48,9	80,5	-47,5	15,9	0,0	15,8	5,9	4,9
Q3 <sup>(p)</sup>	34,5	32,6	-0,6	2,0	0,4	58,7	70,1	-35,8	24,5	0,0	-24,4	-4,0	-7,2
2025 May	19,0	12,0	7,6	1,5	-2,0	23,4	29,8	-12,7	6,2	0,1	-14,1	-9,6	2,9
June	-6,1	11,4	-19,4	1,9	0,0	8,5	21,2	-18,3	5,6	0,0	16,5	3,1	2,0
July	13,2	8,2	4,0	0,6	0,4	26,8	22,4	-2,2	6,7	-0,1	-45,4	-10,0	3,5
Aug.	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,7	18,1	-12,5	6,0	0,1	-3,5	3,2	-3,0
Sep.	9,9	14,0	-5,5	0,8	0,5	20,2	29,6	-21,2	11,8	0,0	24,5	2,8	-7,7
Oct. <sup>(p)</sup>	6,7	17,3	-15,4	2,2	2,6	18,6	15,6	0,1	3,0	-0,1	6,7	-5,5	9,0
Growth rates													
2022	3,6	-3,4	70,4	4,6	-17,5	3,7	3,0	20,7	2,4	18,1	0,8	2,2	1,9
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,2	129,4	-4,0	64,0	-3,8	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,5	1,0	23,2	0,4	3,7	6,1	1,7	0,6
2024 Q4	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,5	1,0	23,2	0,4	3,7	6,1	1,7	0,6
2025 Q1	2,4	4,2	-3,9	9,5	-2,8	3,6	3,5	7,5	1,9	6,0	9,9	2,6	-0,5
Q2	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,9	7,2	2,1
Q3 <sup>(p)</sup>	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,8	0,0	-2,6
2025 May	2,6	4,7	-4,8	12,0	7,3	3,6	4,7	0,4	2,6	4,5	9,3	7,0	2,1
June	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,9	7,2	2,1
July	2,7	5,0	-5,5	13,8	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,1	0,7	5,4	3,7	1,1
Aug.	2,8	5,2	-5,8	14,4	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,7	4,1	0,3
Sep.	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,8	0,0	-2,6
Oct. <sup>(p)</sup>	3,5	5,7	-5,1	15,4	13,6	3,0	5,8	-9,8	3,9	3,0	3,1	0,8	-0,8

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

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents									Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares		
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
					Total	Adjusted loans <sup>2)</sup>	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts																
2022	6 345,2	999,3	5 320,8	15 400,9	13 000,1	13 171,5	5 135,0	6 632,1	1 086,9	146,1	1 565,4	835,5				
2023	6 297,5	988,8	5 283,4	15 501,0	13 044,9	13 250,5	5 130,8	6 649,1	1 127,7	137,3	1 559,1	897,0				
2024	6 249,8	986,9	5 237,1	15 788,9	13 257,4	13 501,4	5 189,1	6 678,6	1 251,3	138,5	1 580,0	951,5				
2024 Q4	6 249,8	986,9	5 237,1	15 788,9	13 257,4	13 501,4	5 189,1	6 678,6	1 251,3	138,5	1 580,0	951,5				
2025 Q1	6 267,5	996,6	5 245,0	15 868,4	13 333,5	13 588,9	5 203,4	6 722,3	1 271,1	136,6	1 562,1	972,8				
Q2	6 274,4	1 007,8	5 240,5	15 956,2	13 409,7	13 679,3	5 213,5	6 767,1	1 285,1	144,0	1 571,4	975,1				
Q3	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,5	13 447,3	13 720,1	5 244,9	6 808,9	1 257,9	135,6	1 567,1	1 007,1				
2025 May	6 296,1	1 007,8	5 262,2	15 909,6	13 376,9	13 633,2	5 207,4	6 755,9	1 275,9	137,7	1 563,8	968,9				
June	6 274,4	1 007,8	5 240,5	15 956,2	13 409,7	13 679,3	5 213,5	6 767,1	1 285,1	144,0	1 571,4	975,1				
July	6 285,9	1 012,5	5 247,3	15 980,9	13 420,6	13 687,6	5 222,2	6 779,9	1 281,3	137,1	1 571,1	989,3				
Aug.	6 264,1	1 013,8	5 224,2	15 997,4	13 422,1	13 698,1	5 237,5	6 794,4	1 253,9	136,3	1 575,0	1 000,2				
Sep.	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,5	13 447,3	13 720,1	5 244,9	6 808,9	1 257,9	135,6	1 567,1	1 007,1				
Oct.	6 310,6	1 025,3	5 259,2	16 106,3	13 510,9	13 781,9	5 256,9	6 817,8	1 302,2	134,1	1 572,7	1 022,7				
Transactions																
2022	177,0	8,7	166,9	635,2	623,6	680,1	268,4	241,7	126,9	-13,4	18,0	-6,4				
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9				
2024	-64,4	-1,2	-63,6	287,6	228,8	273,6	76,1	45,2	106,5	1,0	11,6	47,1				
2024 Q4	-5,5	8,1	-13,7	151,2	115,9	115,2	53,5	26,9	30,3	5,2	12,7	22,6				
2025 Q1	38,8	9,3	29,5	102,1	98,4	109,4	27,6	48,5	24,3	-1,9	-14,9	18,5				
Q2	-17,0	11,1	-28,2	104,9	95,5	106,6	25,0	45,8	16,8	7,8	10,4	-0,9				
Q3	19,0	8,3	10,6	67,6	47,0	49,6	35,9	45,0	-25,5	-8,4	-6,4	26,9				
2025 May	-13,3	8,3	-21,7	18,0	14,7	13,3	1,1	14,3	-2,1	1,5	-1,4	4,6				
June	-18,1	0,3	-18,2	57,1	41,0	52,3	12,7	14,1	7,8	6,5	8,9	7,2				
July	16,1	4,6	11,4	19,7	8,2	6,0	7,8	13,6	-6,1	-7,0	-1,6	13,1				
Aug.	-15,7	1,3	-17,0	21,3	7,8	15,6	15,6	15,6	-22,6	-0,7	3,3	10,1				
Sep.	18,7	2,4	16,3	26,5	30,9	28,1	12,5	15,9	3,3	-0,7	-8,1	3,7				
Oct.	9,5	8,1	1,3	73,7	56,3	60,8	12,1	9,8	35,9	-1,5	4,9	12,5				
Growth rates																
2022	2,7	0,9	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-8,4	1,2	-0,7				
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				
2024 Q4	-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 Q1	0,5	1,8	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,5	9,0	-0,7	-0,9	4,9				
Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,7	11,1	0,8	4,7				
Q3	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2				
2025 May	0,6	3,3	0,1	2,5	2,6	2,8	2,4	1,9	7,6	5,6	0,4	3,7				
June	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,7	11,1	0,8	4,7				
July	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,3	5,8				
Aug.	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,6	2,8	2,7	2,4	3,3	1,9	1,0	7,1				
Sep.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2				
Oct.	0,7	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,5	-1,1	-0,2	8,0				

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<sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total		Up to 1 year 3	Over 1 and up to 5 years 4	Over 5 years 5	Total		Loans for consumption 8	Loans for house purchase 9	Other loans 10
	Total 1	Adjusted loans <sup>4)</sup> 2				Total 6	Adjusted loans <sup>4)</sup> 7			
Outstanding amounts										
2022	5 135,0	5 127,1	969,3	1 076,1	3 089,6	6 632,1	6 833,2	714,7	5 214,3	703,1
2023	5 130,8	5 139,1	915,6	1 089,6	3 125,7	6 649,1	6 867,3	731,1	5 229,1	688,9
2024	5 189,1	5 204,0	930,7	1 097,7	3 160,6	6 678,6	6 929,5	744,8	5 255,6	678,2
2024 Q4	5 189,1	5 204,0	930,7	1 097,7	3 160,6	6 678,6	6 929,5	744,8	5 255,6	678,2
2025 Q1	5 203,4	5 224,3	926,5	1 112,4	3 164,5	6 722,3	6 971,9	750,4	5 294,0	678,0
Q2	5 213,5	5 250,2	929,3	1 114,8	3 169,4	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1
Q3	5 244,9	5 283,1	927,5	1 127,0	3 190,4	6 808,9	7 061,0	767,3	5 369,2	672,4
2025 May	5 207,4	5 230,9	926,1	1 108,7	3 172,6	6 755,9	7 002,0	754,0	5 324,6	677,3
June	5 213,5	5 250,2	929,3	1 114,8	3 169,4	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1
July	5 222,2	5 257,0	925,6	1 120,8	3 175,8	6 779,9	7 030,4	760,3	5 345,9	673,8
Aug.	5 237,5	5 274,5	929,5	1 123,2	3 184,7	6 794,4	7 045,5	764,1	5 357,1	673,2
Sep.	5 244,9	5 283,1	927,5	1 127,0	3 190,4	6 808,9	7 061,0	767,3	5 369,2	672,4
Oct.	5 256,9	5 288,2	934,9	1 126,2	3 195,7	6 817,8	7 073,8	771,1	5 373,8	672,9
Transactions										
2022	268,4	308,0	77,5	77,5	113,4	241,7	250,2	23,0	218,3	0,4
2023	-6,5	24,4	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,9	19,1	10,3	-20,9
2024	76,1	88,0	21,8	14,5	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7
2024 Q4	53,5	45,4	21,0	9,1	23,3	26,9	36,7	10,1	16,0	0,8
2025 Q1	27,6	31,7	-2,4	19,6	10,4	48,5	48,7	8,8	39,8	0,0
Q2	25,0	36,6	8,8	8,0	8,2	45,8	47,4	6,9	37,7	1,1
Q3	35,9	36,5	0,0	13,1	22,8	45,0	47,6	11,2	36,3	-2,5
2025 May	1,1	2,1	-2,4	1,0	2,4	14,3	14,3	1,2	13,3	-0,2
June	12,7	23,4	5,9	7,9	-1,1	14,1	18,0	2,8	9,9	1,5
July	7,8	6,4	-4,2	5,1	6,9	13,6	14,3	3,1	12,5	-2,0
Aug.	15,6	16,9	2,7	3,8	9,1	15,6	16,0	4,2	11,5	-0,1
Sep.	12,5	13,2	1,6	4,2	6,8	15,9	17,3	3,8	12,3	-0,3
Oct.	12,1	5,1	7,2	-2,3	7,2	9,8	19,9	4,3	4,6	0,8
Growth rates										
2022	5,5	6,3	8,7	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2024 Q4	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025 Q1	2,2	2,4	4,7	3,3	1,1	1,5	1,7	3,7	1,4	-0,7
Q2	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
Q3	2,8	2,9	3,0	4,6	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
2025 May	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,1	4,0	1,9	-0,4
June	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
July	2,5	2,9	3,4	4,6	1,5	2,3	2,4	4,5	2,2	-0,1
Aug.	2,7	3,0	3,6	4,7	1,7	2,4	2,5	4,8	2,3	0,0
Sep.	2,8	2,9	3,0	4,6	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Oct.	2,9	2,9	2,9	4,4	2,3	2,6	2,8	5,2	2,6	0,1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

Central government holdings <sup>2)</sup>	MFI liabilities						MFI assets			
	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents						Net external assets	Other		
	Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves	Total		Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2022	669,5	6 739,9	1 782,4	45,9	2 109,5	2 802,1	1 347,4	375,5	137,2	147,2
2023	476,9	7 337,9	1 826,7	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	272,1	152,1	152,6
2024	395,9	7 850,0	1 841,9	117,2	2 590,7	3 300,2	2 666,3	317,4	140,4	136,0
2024 Q4	395,9	7 850,0	1 841,9	117,2	2 590,7	3 300,2	2 666,3	317,4	140,4	136,0
2025 Q1	388,3	7 934,3	1 834,5	121,7	2 576,4	3 401,7	2 793,1	233,7	182,9	161,3
Q2	409,4	7 907,9	1 833,3	129,6	2 562,3	3 382,8	2 827,8	189,5	177,9	165,9
Q3 <sup>(p)</sup>	430,1	8 092,1	1 842,2	132,5	2 589,9	3 527,5	3 052,0	143,9	168,3	168,6
2025 May	451,5	7 957,8	1 830,7	126,2	2 573,4	3 427,5	2 898,8	221,9	181,4	177,6
June	409,4	7 907,9	1 833,3	129,6	2 562,3	3 382,8	2 827,8	189,5	177,9	165,9
July	397,0	7 958,1	1 835,1	132,5	2 583,8	3 406,7	2 864,3	148,7	173,5	166,9
Aug.	412,7	7 967,2	1 839,2	132,9	2 575,7	3 419,4	2 885,2	161,0	206,3	179,4
Sep.	430,1	8 092,1	1 842,2	132,5	2 589,9	3 527,5	3 052,0	143,9	168,3	168,6
Oct. <sup>(p)</sup>	441,4	8 212,6	1 849,1	132,4	2 614,5	3 616,6	3 182,1	140,8	297,9	242,5
Transactions										
2022	-72,6	52,1	-89,1	-4,5	12,5	133,3	-61,4	-186,8	10,4	18,0
2023	-199,0	325,1	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-191,7	17,1	9,0
2024	-80,6	279,7	15,1	26,7	164,8	73,1	532,5	28,5	-11,7	-16,7
2024 Q4	-9,8	82,6	4,8	3,2	11,1	63,5	85,8	41,9	-44,5	-52,6
2025 Q1	-7,2	4,6	-4,3	5,6	11,5	-8,3	21,1	-82,7	42,4	25,3
Q2	21,2	35,0	4,3	7,9	36,5	-13,7	127,0	-34,9	-5,0	4,7
Q3 <sup>(p)</sup>	19,1	35,4	9,0	3,6	31,3	-8,5	62,4	-38,3	-9,6	2,7
2025 May	19,7	31,7	-0,8	2,4	29,3	0,9	51,4	24,0	-13,2	4,2
June	-42,1	13,8	5,0	3,3	10,7	-5,2	6,6	-46,7	-3,6	-11,7
July	-14,0	9,3	0,4	2,9	11,0	-5,0	-4,9	-48,6	-4,4	1,0
Aug.	15,7	8,6	5,3	0,3	1,5	1,4	14,4	15,7	32,8	12,4
Sep.	17,4	17,5	3,3	0,3	18,7	-4,9	52,8	-5,3	-38,0	-10,7
Oct. <sup>(p)</sup>	10,4	19,3	6,0	-0,2	18,6	-5,1	29,1	-42,1	60,7	21,1
Growth rates										
2022	-9,8	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,7	-	-	7,8	12,7
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2024 Q4	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2025 Q1	-6,6	2,5	0,3	17,9	3,5	2,5	-	-	2,7	-7,4
Q2	-0,9	2,3	0,6	19,4	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
Q3 <sup>(p)</sup>	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	-10,5
2025 May	7,8	2,4	0,5	17,4	3,5	2,2	-	-	14,0	7,6
June	-0,9	2,3	0,6	19,4	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
July	-1,7	2,4	0,9	20,5	4,0	1,3	-	-	4,0	7,8
Aug.	-3,5	2,1	1,1	19,6	3,2	1,3	-	-	6,8	5,1
Sep.	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	-10,5
Oct. <sup>(p)</sup>	1,7	2,1	1,2	16,4	4,1	0,6	-	-	35,0	10,2

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	
	1	2	3	4	5	
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,1	-2,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2024 Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,4
Q4	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 Q1	-3,0	.	.	.	.	-1,0
Q2	-2,8	.	.	.	.	-0,9

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

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

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

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

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

## 6 Fiscal developments

### 6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors<sup>1)</sup> (as a percentage of GDP; flows during one-year period)

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

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

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

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

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

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

Total	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>					Transactions						
	Principal		Interest				Outstanding amounts											
	Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months	Total		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate								
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13				
2022	12,8	11,6	4,1	1,2	0,3	8,1	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5					
2023	12,8	11,5	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,3	2,1	2,0	1,7	3,6	2,0					
2024	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9					
2024 Q4	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9					
2025 Q1	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	2,0	2,2	1,9	3,3	2,9					
Q2	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8					
Q3	13,3	11,8	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6					
2025 May	12,8	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,8	2,2	2,0	3,2	2,8					
June	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8					
July	12,9	11,4	3,6	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,6	2,2	2,0	3,0	2,7					
Aug.	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	2,0	2,9	2,7					
Sep.	13,3	11,8	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6					
Oct.	13,1	11,6	3,4	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,8	2,6					

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	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-5,4	-3,2	-2,5	-1,3	-7,2	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-1,9	-1,0	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2024 Q3	-4,3	-2,8	-2,7	4,3	0,8	-2,8	-5,7	-2,1	-5,2	3,6
Q4	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 Q1	-4,6	-2,4	-1,2	4,0	2,5	-3,2	-5,7	-2,6	-3,4	4,2
Q2	-4,7	-2,2	-0,9	3,7	2,2	-3,2	-5,6	-3,0	-2,9	4,4
Government debt										
2021	108,7	67,9	18,4	52,4	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	103,4	64,4	19,2	42,9	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,3
2023	102,4	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,8	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2024 Q3	104,8	62,0	23,8	40,0	158,3	104,2	113,7	59,2	135,6	66,7
Q4	103,9	62,2	23,5	38,3	153,6	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 Q1	106,0	62,0	23,9	34,5	152,4	103,4	114,1	58,3	137,4	62,1
Q2	106,2	62,4	23,2	33,3	151,2	103,4	115,8	57,5	138,3	61,2
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-7,2	-1,1	1,1	-7,0	-2,3	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,3	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2024 Q3	-1,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,9	0,6	-1,7	-5,2	-4,2
Q4	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2025 Q1	-1,2	-1,3	0,5	-3,1	-1,3	-4,9	0,7	-1,6	-5,3	-4,2
Q2	-1,7	-1,8	-0,4	-4,0	-1,4	-4,9	0,5	-1,8	-4,8	-3,9
Government debt										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,1
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	47,0	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,1
2024	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2024 Q3	47,4	38,0	25,6	44,9	42,6	81,6	95,9	66,3	60,1	82,2
Q4	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 Q1	45,4	40,4	26,1	46,7	43,2	83,1	95,0	69,5	63,2	84,2
Q2	48,0	39,1	25,1	46,9	42,7	82,3	96,8	69,4	62,9	88,4

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2026

Adresse postale      60640 Frankfurt am Main, Allemagne  
Téléphone               +49 69 1344 0  
Site internet            [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

Le présent *Bulletin* a été préparé sous la responsabilité du directoire de la BCE. Les traductions sont effectuées et publiées par les banques centrales nationales (la version française de ce *Bulletin* a été réalisée par la Banque de France et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 17 décembre 2025.

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

ISSN                      2363-3425 (PDF)  
Numéro de catalogue UE    QB-01-25-069-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général