



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 7 / 2023



Sommaire

Sommaire	1
Évolutions économiques, financières et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	7
2 Activité économique	12
3 Prix et coûts	19
4 Évolutions sur les marchés financiers	26
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	29
Encadrés	39
1 Production mondiale et risques liés aux chaînes d’approvisionnement : indications tirées d’une enquête réalisée auprès de grandes entreprises	39
2 L’inversion de la courbe des rendements et son contenu en information dans la zone euro et aux États-Unis	50
3 Les répercussions sur la zone euro de l’inflation négative récemment observée en Chine	56
4 Structure par secteurs et effets réels de la politique monétaire	62
5 Les déterminants des évolutions récentes des anticipations relatives à l’activité des entreprises dans les différents secteurs	66
6 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	72
7 La hausse des loyers dans la zone euro	79
Article	88
1 Joyeux anniversaire, BLS – 20 ans d’enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro	88
Statistiques	113

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

Synthèse

Le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 26 octobre 2023, de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Les informations disponibles confirment globalement sa précédente évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme. L'inflation devrait toujours rester trop forte pendant une trop longue période, et des tensions importantes subsistent sur les prix intérieurs. Dans le même temps, l'inflation s'est inscrite en net recul en septembre, en raison notamment de forts effets de base, et la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont continué de se tasser. La transmission des précédentes hausses des taux décidées par le Conseil des gouverneurs aux conditions de financement demeure vigoureuse. Ceci freine de plus en plus la demande et contribue ainsi au ralentissement de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre cet objectif. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que ses taux directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire.

Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer le degré et la durée appropriés de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Activité économique

L'économie de la zone euro reste atone. Les informations récentes suggèrent que la production manufacturière a continué de se contracter. La faible demande extérieure et les conditions de financement plus strictes pèsent de plus en plus sur l'investissement et la consommation privée. Le ralentissement de l'activité des services se poursuit également. Cette évolution reflète la répercussion de la baisse de l'activité industrielle sur d'autres secteurs, la dissipation des effets de la réouverture de l'économie et la généralisation de l'incidence de la hausse des taux d'intérêt. L'économie devrait rester faible jusqu'à la fin de 2023. Néanmoins, avec la poursuite du ralentissement de l'inflation, le redressement du revenu réel des

ménages et la reprise de la demande d'exportations adressée à la zone euro, elle devrait se renforcer au cours des prochaines années.

L'activité économique a jusqu'ici été soutenue par la robustesse du marché de l'emploi. Le taux de chômage s'est établi au niveau historiquement bas de 6,4 % en août. Dans le même temps, on observe des signes d'affaiblissement du marché du travail. La création d'emplois est en baisse, notamment dans les services, en phase avec la répercussion progressive du ralentissement de l'économie sur l'emploi.

Alors que la crise énergétique s'estompe, les pouvoirs publics devraient continuer de retirer les mesures de soutien correspondantes. Cela est essentiel pour éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, qui exigeraient, sinon, une politique monétaire encore plus stricte. Les politiques budgétaires doivent être conçues de manière à rendre l'économie de la zone euro plus productive et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Des réformes structurelles et des investissements visant à renforcer la capacité d'offre de la zone euro – que soutiendrait la mise en œuvre intégrale du programme *Next Generation EU* – peuvent contribuer à atténuer les pressions sur les prix à moyen terme, tout en encourageant les transitions écologique et numérique. En ce sens, la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE devrait être conclue avant la fin de l'année, et les progrès vers une union des marchés des capitaux et l'achèvement de l'union bancaire devraient être accélérés.

Inflation

L'inflation est revenue à 4,3 % en septembre, près d'un point de pourcentage en deçà de son niveau d'août. À court terme, ce ralentissement devrait se poursuivre, les hausses sensibles des prix de l'énergie et des produits alimentaires observées à l'automne 2022 n'étant plus prises en compte dans les taux annuels. Le tassement du mois de septembre a été généralisé. La hausse des prix des produits alimentaires s'est de nouveau ralentie, bien qu'elle demeure élevée au regard des évolutions passées. En glissement annuel, les prix de l'énergie ont reculé de 4,6 %, mais compte tenu des dernières tensions géopolitiques, ils sont récemment repartis à la hausse, devenant moins prévisibles.

L'inflation hors énergie et produits alimentaires est quant à elle revenue à 4,5 % en septembre, contre 5,3 % en août. Ce recul a été encouragé par l'amélioration des conditions de l'offre, la répercussion des précédentes baisses des prix de l'énergie et les effets du resserrement de la politique monétaire sur la demande et le pouvoir de fixation des prix des entreprises. La hausse des prix des biens et des services a nettement décéléré, respectivement à 4,1 % et 4,7 %, l'inflation dans les services étant également tirée vers le bas par des effets de base marqués. Les tensions sur les prix dans les secteurs du tourisme et des voyages semblent se modérer.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente continuent de baisser. Dans le même temps, les tensions sur les prix intérieurs restent fortes, reflétant également l'importance croissante de la hausse des salaires. La plupart des mesures des

anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement autour de 2 %. Néanmoins, certains indicateurs demeurent élevés et doivent être suivis de près.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. La croissance pourrait être plus faible si les effets de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Un affaiblissement de l'économie mondiale pèserait également sur la croissance. La guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique déclenché par les attaques terroristes en Israël constituent des sources importantes de risques géopolitiques. Ceci pourrait conduire les entreprises et les ménages à se montrer moins confiants et plus incertains quant à l'avenir et freiner davantage la croissance. À l'inverse, la croissance pourrait être plus soutenue qu'anticipé si la solidité persistante du marché du travail et la hausse des revenus réels stimulent la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises, ou si l'économie mondiale croît plus fortement qu'escompté.

Les risques à la hausse pesant sur l'inflation pourraient résulter d'une augmentation des coûts de l'énergie et des produits alimentaires. L'exacerbation des tensions géopolitiques pourrait pousser les prix de l'énergie à la hausse à court terme, tout en accentuant l'incertitude qui entoure les perspectives à moyen terme. Des conditions météorologiques extrêmes, et l'évolution de la crise climatique plus généralement, pourraient entraîner des augmentations des prix des produits alimentaires supérieures aux anticipations. Une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible du Conseil des gouverneurs, ou des hausses de salaire ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé pourraient aussi alimenter une accélération de l'inflation, y compris à moyen terme. À l'opposé, une contraction de la demande, sous l'effet par exemple d'une transmission plus forte de la politique monétaire ou d'une dégradation de l'environnement économique dans le reste du monde dans un contexte de risques géopolitiques accrus, atténuerait les tensions sur les prix, en particulier à moyen terme.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt à long terme ont nettement augmenté depuis la réunion de septembre 2023, reflétant les fortes hausses enregistrées dans d'autres grandes économies. La politique monétaire du Conseil des gouverneurs continue de se transmettre fortement aux conditions de financement au sens large. Le financement des banques s'est renchéri, et les taux des prêts aux entreprises et des prêts hypothécaires ont de nouveau augmenté en août, à respectivement 5,0 % et 3,9 %.

La hausse des taux d'emprunt, avec les réductions associées des projets d'investissement et des achats de logements, a entraîné une nouvelle baisse sensible de la demande de crédits au troisième trimestre, comme l'a montré l'enquête sur la distribution du crédit bancaire d'octobre 2023. De plus, les critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages se sont encore durcis.

Les banques s'inquiètent davantage des risques auxquels leurs clients sont confrontés et sont moins disposées à prendre des risques.

Dans ce contexte, la dynamique du crédit s'est encore affaiblie. Le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises a sensiblement diminué, à 0,7 % en août et 0,2 % en septembre, contre 2,2 % en juillet. La croissance des prêts aux ménages est demeurée modeste, ralentissant à 1,0 % en août et 0,8 % en septembre. En lien avec cette faible activité de prêt et la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème, le taux de variation annuel de M3 a reculé à – 1,3 % en août, soit le plus bas niveau enregistré depuis l'introduction de l'euro, et s'établissait encore à – 1,2 % en septembre.

Décisions de politique monétaire

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés, à respectivement 4,50 %, 4,75 % et 4,00 %.

Le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

S'agissant du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs continuera de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

À mesure du remboursement par les banques des montants empruntés dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, le Conseil des gouverneurs évaluera régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées et de leurs remboursements en cours à son orientation de politique monétaire.

Conclusion

Le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 26 octobre 2023, de laisser inchangés les trois taux directeurs de la BCE. Les informations disponibles confirment globalement sa précédente évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme. L'inflation devrait toujours rester trop forte pendant une trop longue période, et des tensions importantes subsistent sur les prix intérieurs. Dans le même temps, l'inflation s'est inscrite en net recul en septembre, en raison notamment de

forts effets de base, et la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont continué de se tasser. La transmission des précédentes hausses des taux aux conditions de financement demeure vigoureuse. Ceci freine de plus en plus la demande et contribue ainsi au ralentissement de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour au plus tôt de l'inflation au niveau de la cible. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire, afin d'assurer ce retour au plus tôt. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer le degré et la durée appropriés de cette orientation restrictive.

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 le retour de l'inflation au niveau de sa cible à moyen terme et pour préserver une bonne transmission de la politique monétaire.

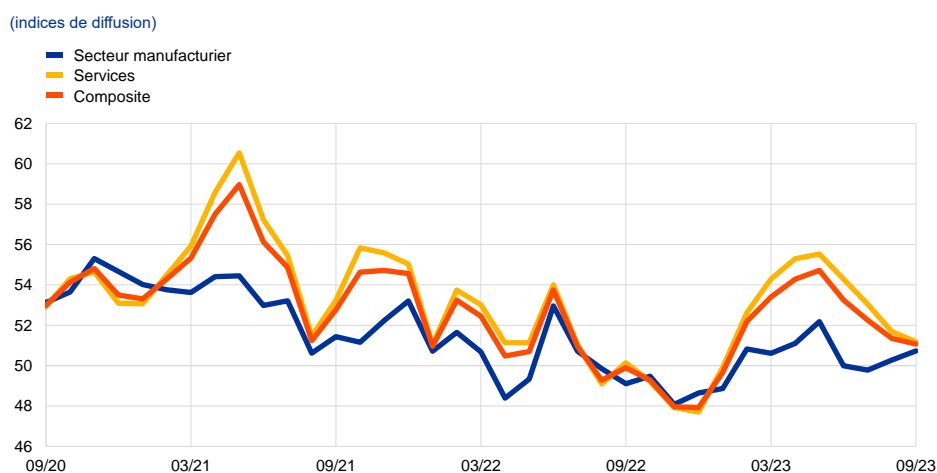
1 Environnement extérieur

La croissance économique mondiale se ralentit au second semestre de l'année. Le ralentissement de l'activité économique est particulièrement prononcé dans le secteur des services, tandis que l'activité manufacturière reste modérée. La reprise du commerce mondial se poursuit, bien que les données récentes suggèrent que la trajectoire de croissance pourrait être plus faible au cours des prochains trimestres, en ligne avec le ralentissement de l'activité économique. Les tensions sur l'inflation totale ont légèrement augmenté au niveau mondial, reflétant la hausse des prix de l'énergie. L'inflation core continue de diminuer.

L'activité économique mondiale se modère. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) a reculé en septembre pour le quatrième mois consécutif, mais est resté au-dessus du seuil neutre. Après avoir été stimulée par la réouverture de l'économie après la pandémie, l'activité dans le secteur des services se ralentit à présent et converge vers le niveau d'activité observé dans le secteur manufacturier (graphique 1). Cette perte de dynamisme de l'économie et la convergence des secteurs manufacturier et des services reflètent peut-être également les effets retardés du resserrement de la politique monétaire, l'inflation encore élevée et le durcissement des conditions du crédit continuant d'exercer une pression sur le revenu disponible des consommateurs. Dans le même temps, les marchés du travail devraient demeurer dynamiques, soutenant la demande à court terme.

Graphique 1

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



Sources : Markit et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2023.

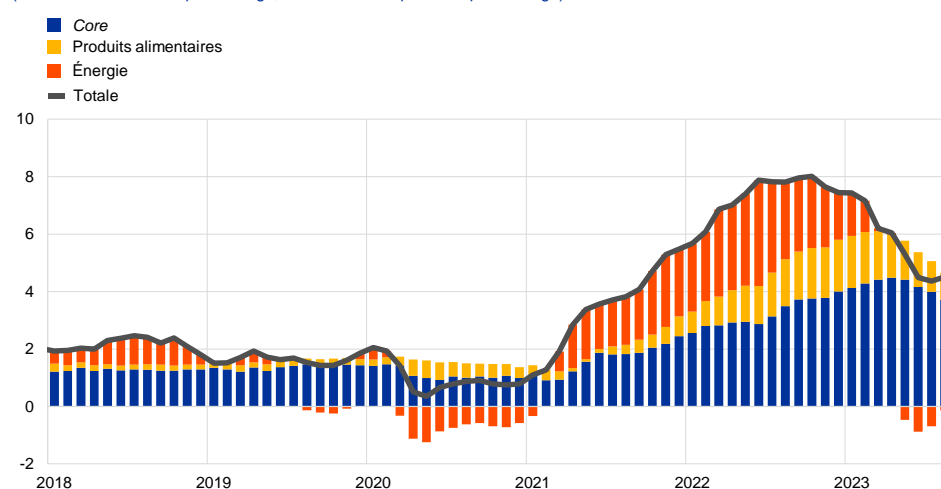
La dynamique du commerce mondial reste faible. Les échanges mondiaux de marchandises se sont redressés au deuxième trimestre de cette année par rapport aux bas niveaux observés au premier trimestre, la nouvelle atténuation des pénuries d'approvisionnement en matériel électrique et en semi-conducteurs ayant soutenu les échanges dans des secteurs clés tels que l'industrie automobile. Toutefois, les

données de l'indice des directeurs d'achat relatives aux nouvelles commandes à l'exportation et à la production industrielle indiquent une atonie persistante de la demande de biens. La faiblesse de la croissance des importations mondiales reflète en partie le fait que la composition de la demande mondiale est devenue moins dépendante des échanges commerciaux, la demande s'étant réorientée des biens vers les services, pour revenir à son profil pré-pandémique. En outre, les perturbations de l'offre qui ont entraîné une accumulation des stocks après la pandémie se sont atténuées depuis lors, avec pour conséquence un déstockage pesant sur la croissance des échanges. Dans le même temps, les échanges mondiaux de biens et de services ont été soutenus par le rebond du tourisme international, les arrivées de touristes dans la plupart des régions ayant retrouvé leurs niveaux antérieurs à la pandémie.

L'inflation totale dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) reste sur une trajectoire baissière, mais les évolutions des prix des matières premières ralentissent le rythme de désinflation. L'inflation totale dans les pays membres de l'OCDE (à l'exclusion de la Turquie) a augmenté pour s'établir à 4,5 % en août, après 4,4 % en juillet, en raison d'une contribution moins négative des prix de l'énergie (graphique 2). Dans l'ensemble, les évolutions récentes sur les marchés des matières premières énergétiques suggèrent que la tendance désinflationniste des prix de l'énergie pourrait avoir atteint un plancher. Dans le même temps, l'inflation *core* annuelle dans les pays de l'OCDE (à l'exclusion de la Turquie) a continué de baisser, revenant de 5,0 % en juillet à 4,7 % en août. Toutefois, l'inflation *core* reste relativement persistante, en particulier dans les économies avancées, en raison de marchés du travail toujours résilients et d'une forte croissance des salaires. À l'avenir, la désinflation progressive devrait se poursuivre à mesure que les effets du resserrement de la politique monétaire se transmettent à l'inflation *core*.

Graphique 2 Hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'agrégat de l'OCDE exclut la Turquie et est calculé en utilisant les pondérations annuelles de l'indice des prix à la consommation pour l'OCDE. L'inflation *core* se rapporte à l'inflation pour toutes les composantes, hors produits alimentaires et énergie. Les dernières observations se rapportent à août 2023.

Les évolutions des prix des matières premières énergétiques ont été contrastées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, dans un contexte de baisse des prix du pétrole et de hausse des prix du gaz.

Les prix du pétrole en dollars ont légèrement diminué (de 3,2 %) depuis la réunion de septembre (graphique 3), les tensions sur l'offre de pétrole ayant été compensées par les préoccupations liées à la demande mondiale dans un contexte d'anticipation par les marchés de taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps et d'un ralentissement de l'activité économique mondiale. Du côté de l'offre, la Russie et l'Arabie saoudite ont réaffirmé leur engagement à réduire la production de pétrole de 1,3 million de barils par jour d'ici la fin de l'année. Les prix du pétrole ont été plus volatils depuis les attaques terroristes en Israël, dans un contexte d'incertitude croissante concernant les implications du conflit pour l'offre de pétrole en provenance du Moyen-Orient. Une forte hausse a été enregistrée au lendemain des attaques (3,8 % au 9 octobre), mais elle s'est ralentie depuis pour s'établir à 0,8 %. Malgré les stocks solides de l'UE, les prix du gaz en Europe ont augmenté de 32,5 % pour atteindre environ de 49,3 euros par MWh depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre. Les augmentations récentes des prix du gaz résultent de préoccupations croissantes relatives à l'approvisionnement, après la fermeture d'une installation gazière israélienne, la fermeture du gazoduc entre l'Estonie et la Finlande et la menace d'un mouvement de grève dans deux terminaux de gaz naturel liquéfié en Australie. Si les courbes des contrats à terme sur le pétrole et le gaz suggèrent une baisse des prix à moyen terme, des risques à la hausse à court terme persistent, reflétant l'incertitude accrue entourant les conditions de l'offre.

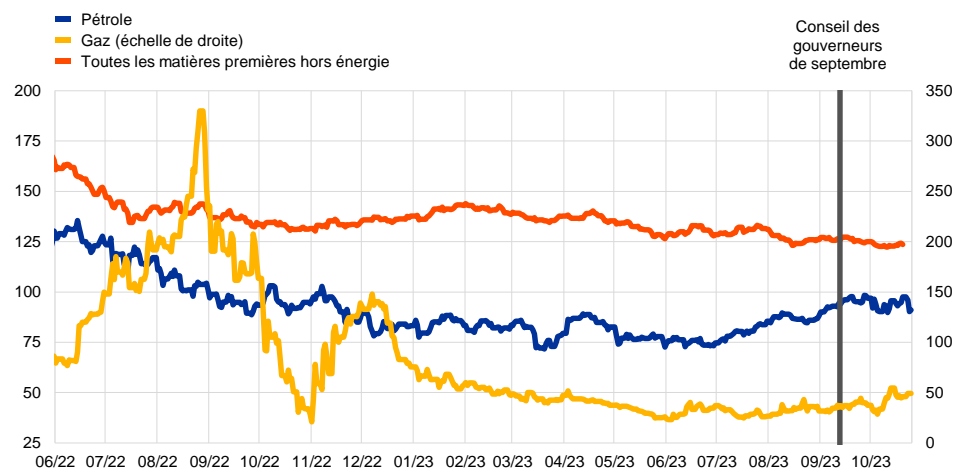
Les prix des matières premières non énergétiques ont légèrement diminué.

Depuis la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs, les prix des métaux ont baissé de 3,6 % dans un contexte de détérioration potentielle des perspectives économiques mondiales et de facteurs défavorables à la croissance en Chine. Les prix des matières premières alimentaires sont demeurés globalement inchangés (+ 0,25 %) dans un contexte d'hétérogénéité des rubriques de produits alimentaires céréaliers, la baisse des prix du blé liée à l'augmentation de l'offre de blé aux États-Unis étant contrebalancée par des prix du maïs plus élevés.

Graphique 3

Évolutions des prix des matières premières

(échelle de gauche : dollars par baril (pétrole), indice : 2020 = 100 (toutes les matières premières hors énergie) ; échelle de droite : euros/MWh (gaz))



Sources : Refinitiv, HWWI et calculs de la BCE.

Notes : Le gaz se rapporte au prix du gaz TTF néerlandais. La ligne verticale représente la date de la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre 2023. Les dernières observations se rapportent au 25 octobre 2023 pour le pétrole et le gaz et au 20 octobre 2023 pour les matières premières hors énergie.

Aux États-Unis, la croissance économique est restée robuste au premier semestre 2023, mais l'activité devrait se ralentir vers la fin de l'année.

La croissance du PIB en volume a surpris à la hausse au deuxième trimestre, mais certains indicateurs avancés, y compris les données relatives aux paiements par carte de crédit, signalent une baisse des dépenses de consommation au troisième trimestre. Au premier semestre de l'année, les dépenses ont été soutenues par les ménages qui ont puisé dans leur épargne excédentaire, mais ce soutien sera plus limité à l'avenir, car ces fonds excédentaires se sont largement réduits. Dans le même temps, les tensions sur le marché du travail continuent de s'assouplir, mais elles persistent. Le ratio emplois vacants-chômage, qui mesure les tensions sur le marché du travail, diminue progressivement mais demeure bien au-dessus des niveaux historiques, en particulier dans le secteur des services. L'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est établie à 3,7 % en septembre, inchangée par rapport à août. L'inflation core a continué de baisser en septembre, de 0,2 point de pourcentage pour revenir à 4,1 %, la hausse des prix des biens diminuant également en glissement mensuel. En revanche, la hausse des prix des services s'accélère.

Le ralentissement de l'économie chinoise semble se modérer. Après la forte décélération de l'activité économique chinoise au deuxième trimestre, en raison d'un recul important dans le secteur de l'immobilier résidentiel, les indicateurs d'activité récents montrent des signes de stabilisation. En septembre, la croissance des ventes au détail a de nouveau augmenté pour s'établir à 5,5 % en glissement annuel, après 4,6 % le mois précédent, tandis que la croissance de la production industrielle s'est stabilisée à un taux de 4,5 % en glissement annuel. En conséquence, la croissance du PIB pour le troisième trimestre a été plus forte qu'attendu, à 1,3 % en glissement trimestriel, après un taux révisé à la

baisse (0,5 %) au deuxième trimestre. En outre, les données relatives à l'activité pour septembre font état d'une économie à deux vitesses en termes de moteurs de croissance : si la contraction de l'investissement dans l'immobilier résidentiel a continué de s'intensifier au troisième trimestre, l'activité en dehors du secteur de l'immobilier est restée plus vigoureuse. Les dépenses de consommation au sens large et le secteur manufacturier continuent de soutenir la croissance, par exemple dans le secteur de l'automobile. Dans le même temps, les mesures gouvernementales ciblées, qui visent principalement à soutenir l'activité du secteur de l'immobilier résidentiel, apportent un soutien limité à l'économie. La hausse de l'IPC est devenue positive en août, largement en raison de l'évolution des prix de l'énergie. Dans l'ensemble, l'inflation mesurée par l'IPC semble avoir atteint un point bas, mais devrait rester modérée dans un contexte de faible demande intérieure et extérieure.

Au Japon, la croissance économique devrait se modérer au troisième trimestre. Les derniers indicateurs des directeurs d'achat signalent un certain ralentissement de la dynamique dans le secteur des services, qui risque d'exacerber la faiblesse persistante de l'activité manufacturière. Ces indicateurs suggèrent que les écarts entre les secteurs se réduisent. La demande intérieure devrait se redresser légèrement par rapport à sa faiblesse observée au trimestre précédent, les données d'août faisant état d'une reprise limitée des niveaux de consommation privée jusqu'à présent. En revanche, la reprise des exportations semble s'être interrompue. L'inflation totale s'est légèrement ralentie pour revenir à 3,2 % en août, tandis que l'inflation *core* est demeurée inchangée à 2,7 %, reflétant à la fois des frais d'hébergement plus élevés et une hausse plus faible des prix des biens durables des ménages. Dans l'ensemble, les indicateurs de l'inflation continuent de signaler une solide dynamique sous-jacente des prix, reflétant également une croissance robuste des salaires. Toutefois, les taux annuels d'inflation totale devraient légèrement diminuer, en ligne avec l'atténuation des tensions sur les coûts des importations.

Les perspectives économiques du Royaume-Uni sont moroses. Le PIB en volume mensuel a augmenté de 0,2 % en août, après une baisse de 0,6 % en juillet, tandis que les derniers indicateurs des directeurs d'achat font état d'une faiblesse persistante de la croissance économique. Toutefois, la confiance des entreprises est restée robuste et la confiance des consommateurs a continué à s'améliorer. Les consommateurs continuent de bénéficier d'un marché du travail toujours solide, tandis que la baisse de l'inflation soutient les revenus réels. Dans l'ensemble, le PIB devrait stagner au second semestre, mais une récession devrait être évitée. La consommation privée continuera d'être soutenue par le recul de l'inflation et la forte croissance des salaires, qui soutiennent les revenus réels, mais les taux hypothécaires élevés et les conditions financières restrictives constitueront de plus en plus un frein à la demande intérieure.

2 Activité économique

L'économie de la zone euro reste atone. Les informations récentes suggèrent que la production manufacturière a continué de se contracter. La faible demande extérieure et les conditions de financement plus strictes pèsent de plus en plus sur l'investissement et les dépenses de consommation. Le ralentissement de l'activité des services se poursuit également. Cette évolution reflète principalement la répercussion de la baisse de l'activité industrielle sur d'autres secteurs, la dissipation des effets de la réouverture de l'économie et la généralisation de l'incidence de la hausse des taux d'intérêt. L'économie devrait rester faible jusqu'à la fin de l'année. Néanmoins, avec la poursuite du ralentissement de l'inflation, le redressement du revenu réel des ménages et la reprise de la demande d'exportations adressée à la zone euro, elle devrait se renforcer au cours des prochaines années. L'activité économique a jusqu'ici été soutenue par la robustesse du marché de l'emploi, même si celui-ci montre des signes d'affaiblissement.

La croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'être ralentie au troisième trimestre 2023. Après une croissance globalement étale à la fin de l'année et au premier trimestre 2023, le PIB de la zone euro a augmenté de 0,2 % au deuxième trimestre (graphique 4). Les variations des stocks ont constitué le principal moteur de cette croissance, tandis que la demande intérieure n'y a contribué que légèrement et que le solde commercial a exercé un fort impact négatif. Les données disponibles pour le troisième trimestre indiquent une faiblesse persistante de la croissance de la production ¹. En juillet et en août, la production industrielle de la zone euro a baissé de 1,0 % par rapport à son niveau du deuxième trimestre, principalement en raison d'une baisse de la production dans le secteur des biens d'équipement. Cependant, la production de services a augmenté de 0,3 % en glissement mensuel en juillet, ce qui indique que le secteur des services a continué de se maintenir par rapport au secteur manufacturier. Des données d'enquêtes plus récentes pour l'ensemble du troisième trimestre, corroborent le tableau d'une croissance faible – voire d'une production en baisse – au cours de cette période. L'indice composite des directeurs d'achats (PMI) pour la production dans la zone euro s'est contracté au troisième trimestre, reflétant une baisse de l'indice PMI pour le secteur manufacturier et les services. Les anticipations des entreprises et les nouvelles commandes, qui se situaient déjà à des niveaux faibles, se sont encore détériorées, signalant des perspectives moroses pour le secteur industriel au cours de la période à venir (graphique 5, partie a). Au troisième trimestre, l'indice PMI relatif à l'activité des entreprises est passé sous le seuil de 50 indiquant une croissance, ce qui laisse présager une baisse de l'activité (graphique 5, partie b). Tout comme l'activité industrielle, les nouvelles commandes et les anticipations des entreprises ont reculé ².

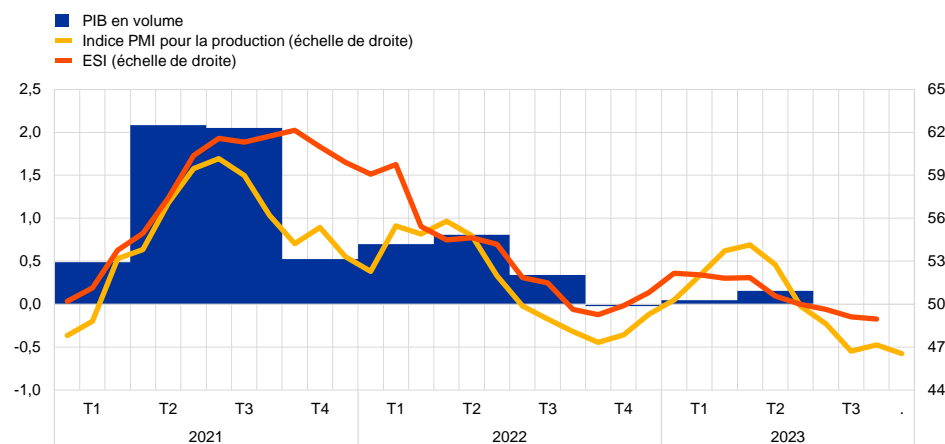
¹ Selon l'estimation rapide préliminaire publiée par Eurostat le 31 octobre, le PIB en volume de la zone euro a diminué de 0,1 % au troisième trimestre 2023. Cette estimation n'était pas disponible au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre.

² Cf. l'encadré 5.

Graphique 4

PIB en volume, indice PMI composite pour la production et indicateur ESI pour la zone euro

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



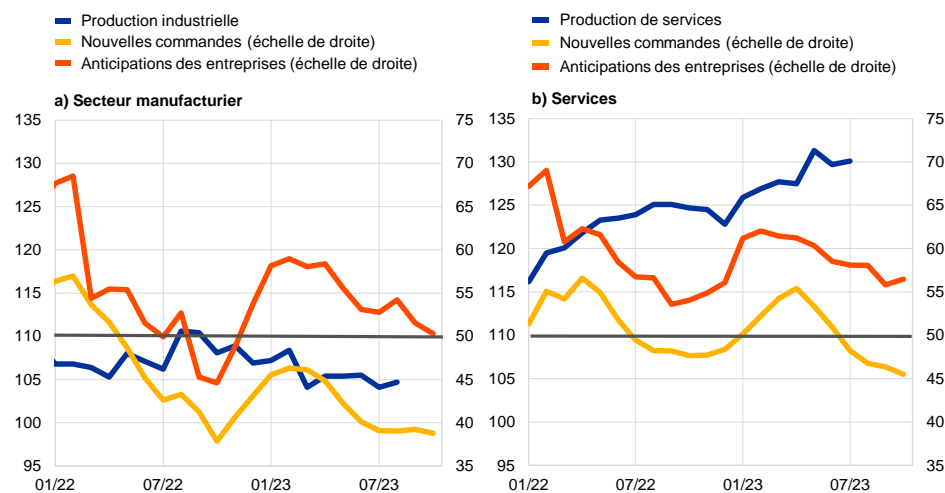
Sources : Eurostat, Commission européenne, S&P Global Market Intelligence et calculs de la BCE.

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice composite des directeurs d'achats (PMI) pour la production. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 pour le PIB en volume, à septembre 2023 pour l'ESI et à octobre 2023 pour le PMI composite pour la production.

Graphique 5

Indicateurs relatifs à la production et indices PMI dans les différents secteurs de l'économie

(indice, 2015=100, indice de diffusion)



Sources : Eurostat et S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2023 pour la production de services, à août 2023 pour la production industrielle et à octobre 2023 pour les indices des directeurs d'achat.

La production de la zone euro devrait afficher une faiblesse persistante au dernier trimestre de l'année. Les conclusions tirées des contacts des services de la BCE avec des entreprises du secteur non financier en octobre suggèrent que l'activité devrait rester atone au quatrième trimestre de l'année (encadré 6). Les données de l'indice PMI pour octobre montrent également que le secteur manufacturier poursuit sa trajectoire de contraction au quatrième trimestre, sous

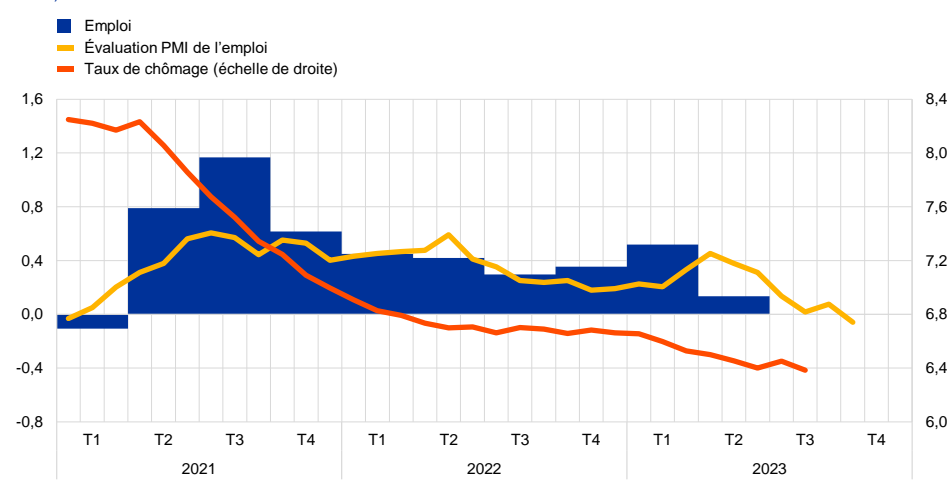
l'effet de l'impact croissant de la faiblesse du commerce mondial et de la forte transmission de la politique monétaire. Les nouvelles commandes et les anticipations des entreprises ont également reculé en octobre pour le secteur manufacturier. Le tableau est globalement comparable pour le secteur des services, la plupart des indices PMI faisant état d'un nouveau ralentissement au quatrième trimestre.

Le marché du travail est demeuré résistant, même si des indicateurs plus récents suggèrent des signes de ralentissement à la suite de la baisse de l'activité économique.

La croissance de l'emploi est demeurée robuste au premier semestre de l'année, s'établissant à un taux trimestriel moyen de 0,3 %. Le taux de chômage est ressorti en baisse, à 6,4 % en août (graphique 6). Ces dynamiques ont été soutenues par une hausse de la population active qui a concerné l'ensemble des groupes démographiques. Cette hausse s'est révélée particulièrement forte pour les travailleurs plus âgés et les travailleurs ayant un niveau d'instruction élevé, même s'il convient également de noter que le taux d'activité des travailleurs dont le niveau d'instruction est faible a augmenté au cours des derniers trimestres (et également par rapport aux tendances passées). Le nombre important de personnes employées au premier semestre 2023 masque les suppressions en cours d'heures travaillées en raison de la persistance de niveaux élevés de congés maladie et du maintien de sureffectifs. Au second semestre, le ralentissement de l'activité économique devrait se traduire par un fléchissement de la dynamique du marché du travail. Les anticipations des prévisionnistes professionnels concernant le chômage se sont légèrement redressées, allant dans le sens d'une hausse probable du taux de chômage au cours de l'année à venir.

Graphique 6
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 ; les barres représentent des données trimestrielles. L'indice des directeurs d'achat (PMI) est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 pour l'emploi, à octobre 2023 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à août 2023 pour le taux de chômage.

L'indice PMI relatif à l'emploi pour l'ensemble de l'économie suggère un ralentissement de la dynamique de l'emploi au second semestre de l'année.

L'indice PMI global s'est établi à 49,4 en octobre, indiquant une baisse de l'emploi pour la première fois depuis janvier 2021. L'indice PMI relatif à l'emploi pour le secteur manufacturier et la construction a poursuivi sa contraction. Pour les secteurs des services, l'indicateur s'est établi à 50,5 en octobre, indiquant une baisse du nombre d'emplois créés dans ces secteurs, qui ont été, au cours de l'année passée, un moteur essentiel de la croissance de l'emploi.

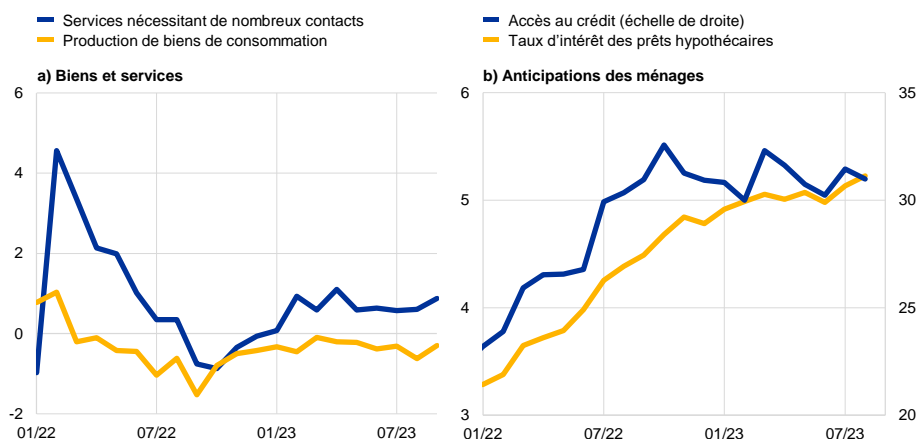
La consommation privée devrait être restée atone au troisième trimestre, reflétant une nouvelle contraction des dépenses de biens.

En juillet et en août, les ventes au détail ont été inférieures en moyenne de 0,6 % à leur niveau du deuxième trimestre. Dans le même temps, les nouvelles immatriculations de voitures particulières se sont redressées au troisième trimestre, dopées par les ventes de voitures électriques, dont la part de marché a dépassé 20 % pour la première fois, reflétant principalement des commandes passées qui avaient été différées. Du côté des services, les données qualitatives disponibles suggèrent des perspectives plus favorables pour les services nécessitant de nombreux contacts que pour les dépenses de consommation consacrées aux biens, en particulier à court terme. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a légèrement baissé en octobre après avoir diminué en août et en septembre, demeurant nettement inférieur à sa moyenne de long terme. La demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts n'avait pas enregistré de forte correction à la baisse depuis mai 2023. Selon l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs et des entreprises pour septembre, la demande de services nécessitant de nombreux contacts est restée supérieure à sa moyenne historique au cours de ce mois (graphique 7, partie a). En revanche, les intentions d'achats importants se sont encore détériorées et, en ligne avec les anticipations relatives à l'activité dans le commerce de détail, elles demeurent inférieures à leurs moyennes à long terme. La transmission du resserrement des conditions de financement à l'économie réelle devrait freiner les emprunts des ménages, maintenir élevées les incitations à épargner pour les ménages et continuer de modérer la croissance des dépenses de consommation à court terme. Selon l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) d'août 2023, les consommateurs s'attendent à ce que les taux d'intérêt des prêts hypothécaires continuent de s'inscrire en hausse et la proportion de participants prévoyant qu'il sera plus difficile d'obtenir un prêt demeure élevée (graphique 7, partie b).

Graphique 7

Anticipations relatives à la production dans le secteur manufacturier et à la demande de services et anticipations des ménages en matière d'accès au crédit

(soldes en pourcentage, pourcentages)



Sources : Commission européenne et enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES).

Notes : Les dernières observations se rapportent à septembre 2023 pour la partie a) et à août 2023 pour la partie b). L'accès au crédit représente la proportion de participants qui prévoient un durcissement des conditions de crédit.

L'investissement des entreprises devrait s'être à nouveau ralenti au troisième trimestre, l'activité ayant été freinée par l'insuffisance de la demande et un durcissement des conditions de financement.

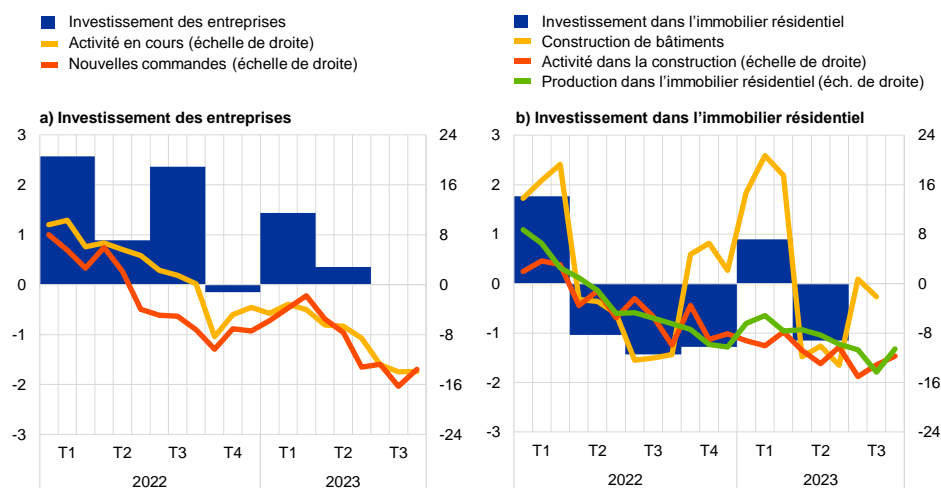
En glissement trimestriel, l'investissement total hors construction a augmenté de 0,7 % au deuxième trimestre 2023, mais il aurait augmenté de 0,4 % si les données volatiles sur les investissements incorporels en Irlande avaient été exclues. Les données à court terme et les données d'enquêtes disponibles font état d'un nouveau ralentissement au troisième trimestre, la production de biens d'équipement ayant reculé en juillet et en août par rapport au deuxième trimestre. Les indices PMI relatifs à la production, aux nouvelles commandes et à l'activité en cours dans le secteur des biens d'équipement ont continué de baisser au troisième trimestre, à des niveaux inférieurs à ceux observés au trimestre précédent (graphique 8, partie a). Même si la confiance dans le secteur des biens d'équipement et l'évaluation des nouvelles commandes par les chefs d'entreprises se sont légèrement améliorées en septembre, elles ont continué de se contracter, l'investissement des entreprises étant freiné par l'insuffisance de la demande et le durcissement des conditions de financement. L'enquête d'octobre 2023 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que la demande des entreprises en matière de prêts à des fins d'investissement fixe est restée très modeste au troisième trimestre. De plus, les contacts des services de la BCE avec les entreprises du secteur non financier en octobre suggèrent que la hausse des taux d'intérêt provoque le report partiel des investissements en capital, ce qui pourrait entraîner une baisse de l'investissement annuel au cours des années à venir. Les producteurs de biens d'équipement et de biens intermédiaires ont également signalé que la hausse des coûts de financement entraînait une faiblesse de la demande et donc une moindre nécessité de maintenir ou étendre les capacités de production. À moyen terme, les investissements dans les secteurs tels que les transports, l'électricité, le gaz et la climatisation, ajoutés à l'éducation, devraient tirer profit des projets à plus long terme en matière

d'investissement numérique et d'investissement vert, notamment des mesures visant à améliorer l'efficacité énergétique. Ces types d'investissement seront également soutenus par le fonds *Next Generation EU*.

Graphique 8

Investissement des entreprises, investissement dans l'immobilier résidentiel et indicateurs à court terme

(variations trimestrielles en pourcentage ; écart à la moyenne)



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

Notes : L'investissement des entreprises est approximé par l'investissement hors construction et exclut les droits de propriété intellectuelle en Irlande. L'investissement des entreprises et les indices PMI relatifs à l'activité en cours et aux nouvelles commandes (enquête de la Commission européenne sur la confiance des entreprises) pour les biens d'équipement sont exprimés sous la forme d'écart par rapport à 50 (moyenne 1985-2019). Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 pour l'investissement et à septembre 2023 pour les autres variables. L'indice relatif à la production dans la construction de bâtiments est calculé comme la variation en pourcentage par rapport au niveau moyen du trimestre précédent. L'indice de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments au cours des trois derniers mois est calculé comme la variation par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre 2021. L'indice PMI pour la production dans le secteur du logement (c'est-à-dire la construction résidentielle) est exprimé sous la forme d'écart par rapport à 50. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 pour l'investissement, à août pour la production dans la construction de bâtiments et à septembre 2023 pour les autres variables.

L'investissement dans le logement devrait avoir diminué au troisième trimestre, dans un contexte de demande anémique et de conditions de financement restrictives.

Cette baisse amplifie une perte cumulée d'investissement dans le logement d'environ 4 % entre le premier trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2023 et est confirmée par les indicateurs quantitatifs et qualitatifs. En ce qui concerne les indicateurs quantitatifs, le nombre de permis de construire émis pour des logements, qui constitue un indicateur avancé de l'activité dans la construction, a fortement diminué l'année dernière, atteignant en juin 2023 son plus bas niveau depuis huit ans (en excluant les confinements liés à la pandémie en avril et mai 2020). De plus, le nombre de nouvelles entreprises dans le secteur de la construction enregistré en juillet et en août s'est établi, en moyenne, au-dessous du niveau observé au deuxième trimestre 2023. La production dans la construction de bâtiments en juillet et en août a été inférieure de 0,3 % à sa moyenne du deuxième trimestre. S'agissant des indicateurs qualitatifs, l'indice PMI relatif à la production dans la construction résidentielle a enregistré une contraction plus forte au troisième trimestre (graphique 8, partie b). L'indice de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments au cours des trois derniers mois a enregistré sa sixième baisse de suite au troisième trimestre. Cela reflète une baisse

de la demande et des conditions financières restrictives, malgré un certain soutien apporté par l'atténuation des pénuries de matériaux. À plus long terme, les enquêtes de la BCE suggèrent une activité modérée au quatrième trimestre, les taux hypothécaires en hausse et les coûts de construction élevés pesant respectivement sur l'accessibilité à l'immobilier résidentiel et sur la rentabilité. Selon l'enquête CES, la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement a atteint un point bas en janvier, mais les ménages étaient encore pessimistes en septembre. De plus, dans le cadre des contacts des services de la BCE avec des entreprises du secteur non financier en octobre, les entreprises du secteur de la construction ont fait état d'une activité et de commandes en baisse, du fait de tensions élevées sur les coûts et de la hausse des taux d'intérêt.

Les volumes d'exportations de la zone euro devraient augmenter à un rythme modéré au troisième trimestre en raison de la faiblesse de la demande mondiale.

La dynamique de croissance des exportations de biens hors zone euro (sur la base des taux de croissance en glissement sur trois mois) s'est ralentie en août, l'atonie du commerce mondial freinant la demande de biens de la zone euro et la persistance d'un niveau élevé des prix de l'énergie pesant sur la compétitivité. La dépréciation de l'euro depuis juillet contribuera à atténuer les pressions concurrentielles mais il est peu probable que l'impulsion donnée à la compétitivité soit généralisée. En données agrégées, les commandes non satisfaites des entreprises avaient déjà retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie à l'été, mais une certaine hétérogénéité persiste entre les secteurs. Dans plusieurs grands secteurs (les véhicules à moteur, le traitement de données (ordinateurs), les machines et les équipements électriques), de nombreuses entreprises font encore état de pénuries d'approvisionnement, suggérant qu'elles ressentent toujours l'impact des chocs d'offre passés. La dissipation de ces chocs devrait doper les performances des exportations. La dynamique de croissance des volumes d'importation s'est encore ralentie en août, reflétant la faiblesse de la demande intérieure et le bas niveau des stocks. Les indicateurs prospectifs continuent d'indiquer des perspectives modérées à court terme en ce qui concerne les volumes d'exportations de la zone euro, tandis que les données d'enquête pour septembre montrent que les nouvelles commandes à l'exportation de biens et de services continuent de se contracter.

À plus long terme, la croissance du PIB devrait progressivement se renforcer.

L'économie devrait rester faible jusqu'à la fin de l'année. Néanmoins, avec la poursuite du ralentissement de l'inflation, le redressement du revenu réel des ménages et la reprise de la demande d'exportations adressée à la zone euro, l'économie devrait se renforcer au cours des prochaines années.

3 Prix et coûts

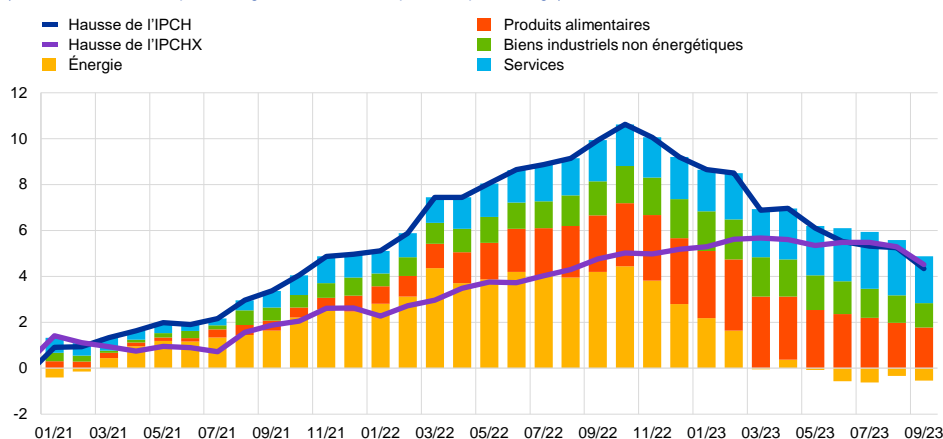
Selon les derniers chiffres d'Eurostat, l'inflation est revenue de 5,2 % en août à 4,3 % en septembre 2023³. Ce tassement a été généralisé. L'inflation devrait continuer de baisser à court terme, les fortes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires observées à l'automne 2022 n'étant plus prises en compte dans les taux annuels. Dans le même temps, les évolutions des prix de l'énergie sont devenues plus incertaines compte tenu des nouvelles tensions géopolitiques. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est revenue de 5,3 % en août à 4,5 % en septembre, ce recul ayant été favorisé par l'amélioration des conditions de l'offre, la répercussion des précédentes baisses des prix de l'énergie et les effets du resserrement de la politique monétaire sur la demande et le pouvoir de fixation des prix des entreprises. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont continué de baisser, mais les tensions sur les prix intérieurs restent fortes, reflétant également l'importance croissante de la hausse des salaires. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent principalement autour de 2 %, mais certains indicateurs restent élevés et doivent faire l'objet d'un suivi attentif.

Le taux d'inflation totale dans la zone euro, mesuré par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établi à 4,3 % en septembre (graphique 9).

Après 5,2 % en août, cette baisse reflète les diminutions dans l'ensemble des principales composantes, dues en partie à des effets de base dans les sous-composantes individuelles, la forte dynamique mensuelle observée en septembre 2022 n'entrant plus dans le calcul du taux annuel. Les effets de base concernent l'énergie et les produits alimentaires, mais également les composantes de l'inflation core.

Graphique 9
Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2023.

³ Selon l'estimation rapide d'Eurostat pour octobre, publiée après la date d'arrêt pour ce *Bulletin économique* (25 octobre), l'inflation totale est revenue de 4,3 % à 2,9 %

La hausse des prix de l'énergie est restée négative en septembre, principalement en raison d'effets de base baissiers (graphique 10). Le principal déterminant du taux de variation annuel plus négatif (– 4,6 %, après – 3,3 % en août) a été le prix du gaz (mesuré par l'indice des prix du gaz dans l'IPCH), qui a continué de s'inscrire en baisse et a été inférieur de 26,6 % à son pic d'octobre 2022. Le taux de croissance annuel des prix de l'électricité reste négatif, contrairement aux prix des carburants, qui sont revenus à un taux de croissance annuel positif après une forte hausse ces derniers mois. Les tensions en amont sur les prix de l'énergie ont continué de diminuer, la croissance annuelle des prix à la production de l'énergie revenant à – 30,7 % en août 2023, après un pic à 117,3 % au cours du même mois de l'année précédente.

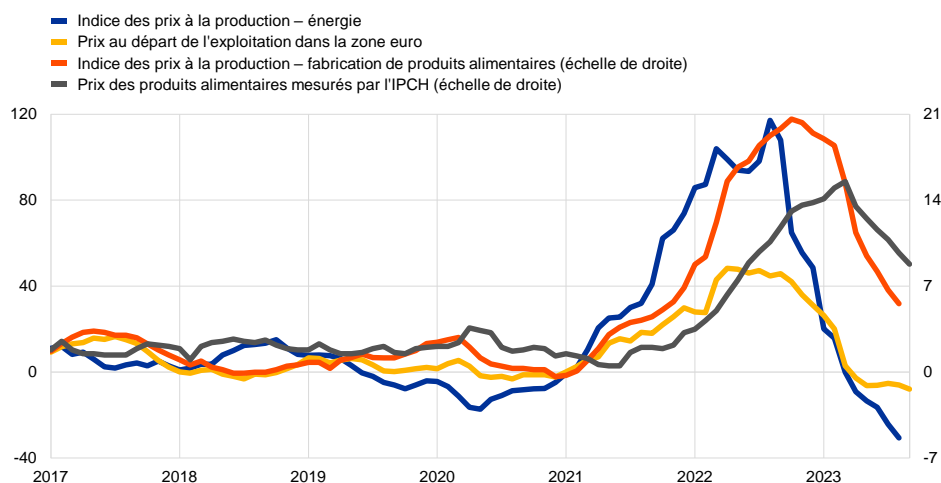
La hausse des prix des produits alimentaires s'est encore ralentie, revenant de 9,7 % en août à 8,8 % en septembre, mais elle est restée élevée en raison des effets résiduels des chocs passés (graphique 10). Cette baisse résulte d'une dynamique plus faible des prix des produits alimentaires transformés et non transformés. La hausse des prix des produits alimentaires transformés est revenue de 10,3 % en août à 9,4 %, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires non transformés est revenue de 7,8 % à 6,6 %. Les variations mensuelles des prix des produits alimentaires non transformés sont en ligne avec les taux moyens historiques pour septembre, tandis que la baisse des prix des produits alimentaires transformés a été plus faible que d'habitude pour ce mois. À mesure que les impacts des tensions antérieures sur les coûts résultant des prix de l'énergie et des intrants alimentaires continuent de se dissiper, la hausse des prix des produits alimentaires devrait continuer de se modérer.

L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est ralentie, revenant de 5,3 % en août à 4,5 % en septembre. S'agissant des composantes, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est revenue de 4,7 % à 4,1 %, reflétant la dissipation progressive de l'impact des chocs passés. La hausse des prix des services est revenue de 5,5 % en août à 4,7 % en septembre, mais cette baisse peut être attribuée en partie aux effets de base observés, dus au rebond des prix des transports l'année dernière après l'arrêt des subventions pour l'utilisation des transports publics en Allemagne. Dans le même temps, le ralentissement des évolutions des prix de certains services nécessitant de nombreux contacts, tels que les restaurants et l'hébergement, a également contribué à la baisse de l'inflation dans les services.

Graphique 10

Coûts de l'énergie et des intrants alimentaires et prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2023 pour les indices des prix à la production et à septembre 2023 pour les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro et les prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH.

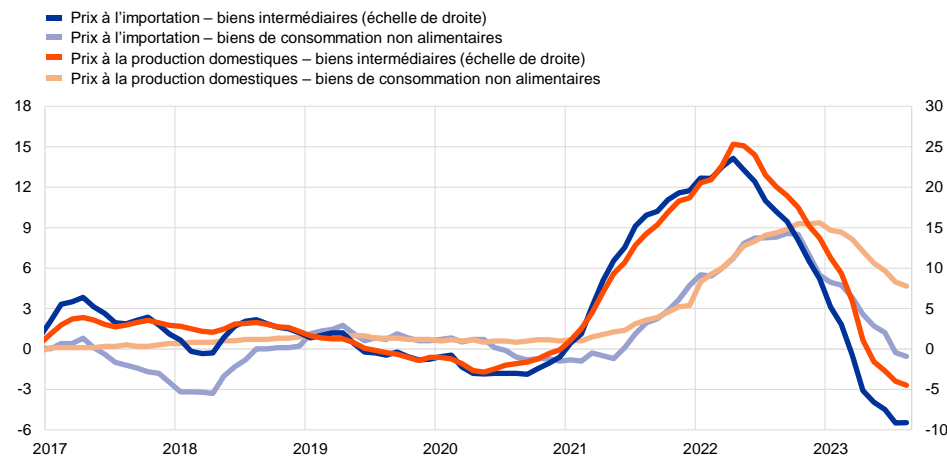
Les tensions inflationnistes ont continué de baisser tout au long de la chaîne des prix (graphique 11).

En amont de la chaîne des prix, la variation des prix à la production pour les ventes intérieures de biens intermédiaires est restée négative en août (-4,5 %, après -4,0 % en juillet), tout comme celle des prix à l'importation de ces biens, dont la contraction est plus prononcée (-9,1 %, après -9,2 % en juillet). En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production pour les biens de consommation non alimentaires s'est encore ralentie, revenant de 5 % en juillet à 4,7 % en août, et la variation correspondante des prix à l'importation est revenue de -0,3 % à -0,6 %. Une modération similaire de la dynamique des prix à la production et des prix à l'importation a été observée pour les produits alimentaires fabriqués. Cette évolution confirme l'atténuation progressive des tensions en amont pour les prix à la consommation des postes « biens industriels non énergétiques » et « produits alimentaires transformés ». Le renforcement de l'euro au cours des derniers mois continue d'avoir des répercussions sur l'ampleur et l'évolution de la dynamique des prix à l'importation, contribuant ainsi à l'atténuation des tensions sur les prix.

Graphique 11

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

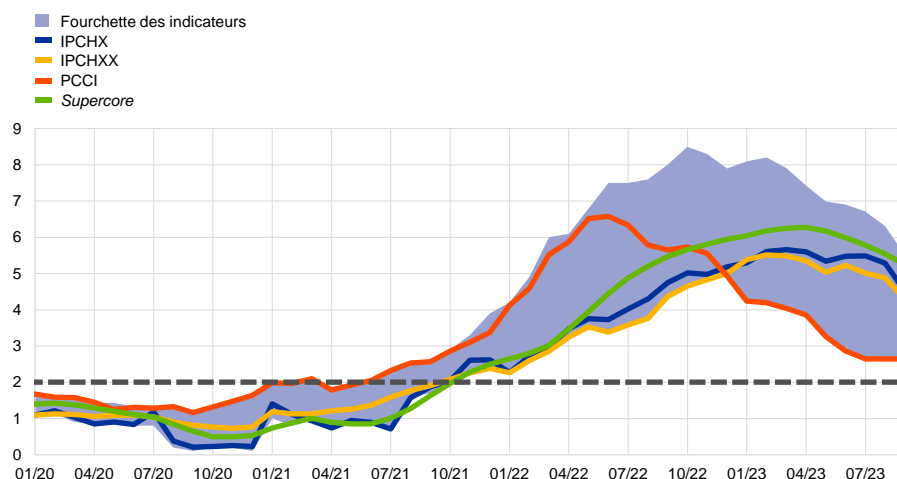
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2023.

La plupart des indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente dans la zone euro continuent de baisser, reflétant l'atténuation de l'impact des chocs passés ainsi que le resserrement de la politique monétaire (graphique 12). Plusieurs indicateurs semblent avoir atteint un pic. La mesure de la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component, PCCI*) a atteint un plateau depuis juillet, à 2,6 %. L'IPCHX a diminué, revenant de 5,3 % en août à 4,5 % en septembre, et l'IPCHXX (IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure) a également continué de baisser, revenant de 4,9 % en août à 4,3 % en septembre. Les baisses relativement fortes de ces deux indicateurs reflètent en partie des effets de base liés aux prix des services de transport. L'indicateur *Supercore*, qui inclut les composantes de l'IPCH sensibles au cycle, a continué de diminuer de façon régulière, revenant de 5,5 % en août à 5,2 % en septembre. Les tensions sur les salaires devenant plus importantes, l'inflation intérieure est restée à un niveau élevé, mais elle s'est également modérée, revenant de 5,4 % en août à 5,2 % en septembre. Globalement, même si le recul des indicateurs d'inflation sous-jacente reflète l'atténuation de l'impact des chocs passés, il peut également être attribué de plus en plus au resserrement de la politique monétaire. Toutefois, les fortes tensions sur les prix intérieurs soulignent l'importance croissante des hausses de salaire.

Graphique 12

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX, l'IPCHXX, les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, la PCCI (composante persistante et commune de l'inflation) et une médiane pondérée. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à septembre 2023.

La croissance des salaires est restée forte, notamment dans le secteur des services, bien que le marché du travail montre des signes de ralentissement.

Les dernières données disponibles montrent que le taux de croissance annuel des salaires négociés est resté inchangé à 4,4 % au deuxième trimestre 2023.

Cependant, l'outil prospectif de suivi des salaires continue d'indiquer que les tensions sur les salaires resteront élevées durant le reste de l'année. La croissance effective des salaires, mesurée par la rémunération par tête et la rémunération horaire, s'est accentuée au deuxième trimestre 2023, s'établissant à 5,6 % et 5,4 %, respectivement, contre 5,5 % et 4,8 % au premier trimestre. La contribution des bénéficiaires unitaires aux tensions d'origine interne sur les prix, mesurée par le taux de croissance annuel du déflateur du PIB, s'est affaiblie au deuxième trimestre 2023, après un pic historique au premier trimestre.

La plupart des indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro restent plus ou moins inchangés, à 2 % environ, tandis que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont légèrement diminué par rapport aux niveaux élevés observés au cours de l'été (graphique 13).

Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2023, la moyenne et la médiane des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2028) sont restées inchangées à 2,1 % et 2,0 %, respectivement. Les anticipations d'inflation à plus long terme sont également ressorties à 2,1 % dans l'enquête du Consensus économique réalisée en octobre 2023. Les anticipations médianes à plus long terme sont restées inchangées, à 2,0 %, dans l'enquête de la BCE réalisée en octobre 2023 auprès des analystes monétaires (SMA). Dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES) réalisée en août 2023, les anticipations médianes pour l'année prochaine ont augmenté, passant de 3,4 % en juillet à 3,5 %

en août, tout comme celles à trois ans, qui se sont établies à 2,5 %, après 2,4 %⁴. Ces anticipations d'inflation plus élevées coïncident avec les hausses très récentes des prix du carburant. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché dans la zone euro (fondées sur l'IPCH hors tabac) ont légèrement diminué pour l'ensemble de la structure par termes au cours de la période sous revue. Sur la partie courte, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an s'est établi à environ 2,5 % fin octobre, soit 15 points de base de moins qu'au début de la période sous revue. Cela s'explique principalement par la diminution des primes de risque sur l'inflation, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans pour la zone euro ayant diminué d'environ 10 points de base, revenant à environ 2,5 %, même si les mesures comparables ont augmenté aux États-Unis.

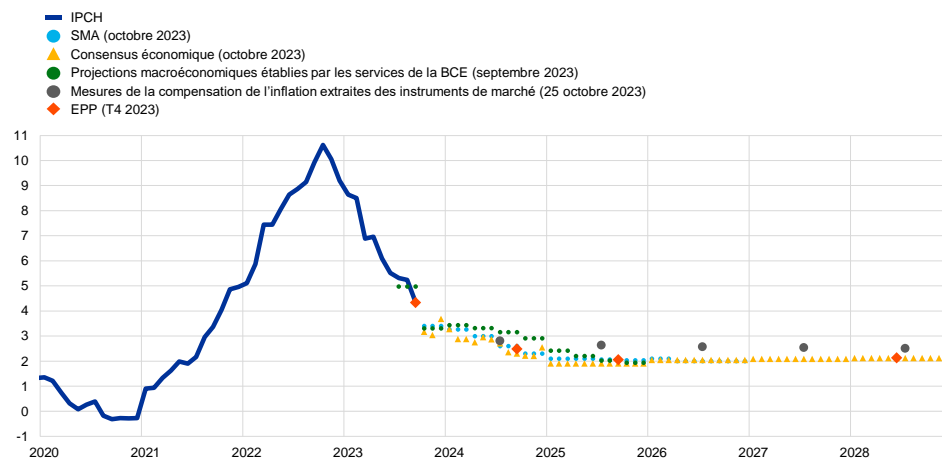
⁴ Cf. « [Résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs – août 2023](#) », communiqué de presse, BCE, 11 octobre 2023.

Graphique 13

Inflation totale, projections d'inflation et anticipations

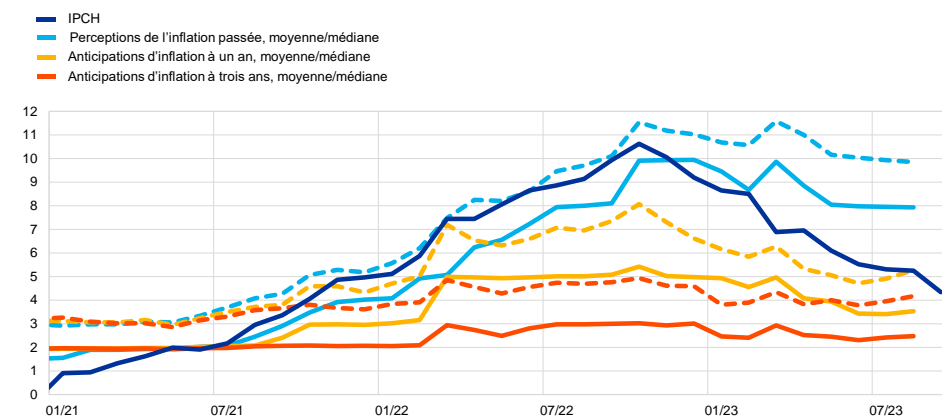
a) Inflation totale, indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes, projections d'inflation et mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



b) Inflation totale et enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (Consumer Expectations Survey, CES).

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Refinitiv, Consensus économique, enquête CES, EPP, enquête SMA, Projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro et calculs de la BCE.

Notes : La série relative aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fonde sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans un an, dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 25 octobre 2023. L'EPP pour le quatrième trimestre 2023 a été réalisée entre le 29 septembre et le 5 octobre 2023. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme du Consensus économique est octobre 2023. Pour l'enquête CES, les lignes en pointillés représentent la moyenne et les lignes continues la médiane. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE est le 22 août 2023. Les dernières observations se rapportent à septembre 2023 pour l'IPCH et à août 2023 pour l'enquête CES.

4 Évolutions sur les marchés financiers

Au cours de la période sous revue allant du 14 septembre au 25 octobre 2023, les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro ont reflété les anticipations d'une trajectoire stable des taux directeurs à court terme, tandis que les taux à plus long terme augmentaient. Après la décision de politique monétaire prise en septembre par le Conseil des gouverneurs d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base, la partie courte de la courbe des taux sans risque de la zone euro n'a que légèrement varié, reflétant les anticipations des intervenants de marché selon lesquelles les taux directeurs avaient atteint leur point haut, tandis que les taux d'intérêt sans risque à plus long terme de la zone euro se situaient à un niveau nettement plus élevé qu'au moment de la réunion de septembre, reflétant largement des effets de contagion provenant du marché américain. Les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont augmenté en ligne avec les taux sans risque, avec un certain élargissement des écarts enregistrés pour les rendements des emprunts publics italiens. Tirés vers le bas par les hausses des taux d'actualisation à long terme, les prix des actions ont diminué tout particulièrement pour les sociétés non financières, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro se sont légèrement élargis, en particulier pour les obligations à rendement élevé. Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux. L'intensification des tensions au Moyen-Orient depuis début octobre, tout en accentuant la volatilité des marchés, a eu un impact globalement limité sur les marchés financiers de la zone euro.

Les taux sans risque à court terme de la zone euro ont terminé la période sous revue globalement en ligne avec les niveaux observés au moment de la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs, tandis que les taux sans risque à plus long terme se sont établis à des niveaux nettement plus élevés.

Le taux à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 387 points de base en moyenne au cours de la période sous revue. La courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS), basée sur le taux de référence €STR, est restée globalement stable pour les échéances à court terme à la suite de la décision de politique monétaire prise en septembre par le Conseil des gouverneurs de relever les trois taux directeurs de la BCE de 25 points de base. Au cours de la période sous revue dans son ensemble, les taux à court terme ont fluctué au sein d'une fourchette étroite. La probabilité intégrée dans les taux d'une nouvelle hausse des taux directeurs reste donc proche de zéro, reflétant les anticipations des intervenants de marché selon lesquelles les taux directeurs ont atteint leur point haut. La courbe intègre actuellement une première réduction de 25 points de base pour mi-2024, et deux réductions supplémentaires de 25 points de base fin 2024. Si les taux sans risque à court terme ont peu varié, les taux sans risque à long terme de la zone euro sont restés à des niveaux plus élevés qu'au moment de la réunion de septembre, reflétant les effets de contagion du marché américain, avec toutefois des pressions à la baisse liées à l'intensification des tensions au Moyen-Orient début octobre. Le taux sans risque nominal à dix ans de la zone euro, par exemple, a atteint un point haut à 3,3 % début octobre avant de revenir à environ 3,2 %, terminant la période sous revue avec une hausse globale de 28 points de base environ.

Les rendements des obligations souveraines à long terme ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, dans un contexte de stabilité globale des *spreads* sur les obligations souveraines (graphique 14).

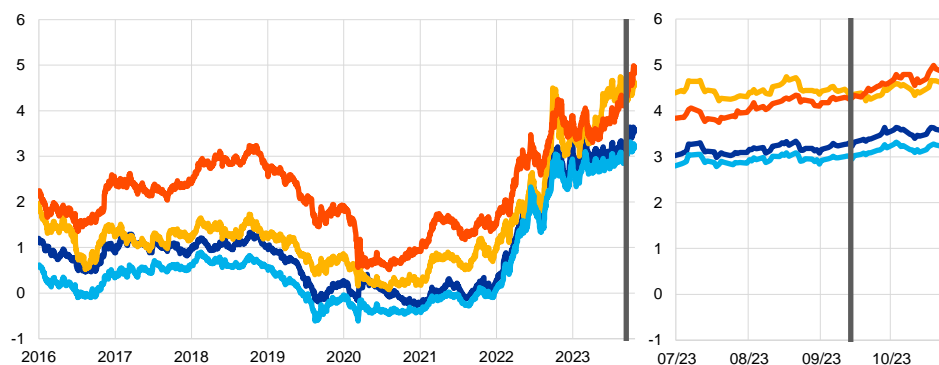
Le 25 octobre, le rendement moyen des obligations souveraines à dix ans pondéré par les PIB des pays de la zone euro s'est établi à 3,5 % environ, 25 points de base au-dessus de son niveau enregistré au début de la période sous revue. Les rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque à long terme. Les mouvements des *spreads* sur les obligations souveraines ont été très contenus tout au long de la période sous revue, à l'exception de l'écart de rendement italien qui s'est légèrement élargi, reflétant probablement des facteurs idiosyncratiques liés, entre autres, aux nouvelles informations budgétaires nationales. La hausse des taux à long terme dans la zone euro a suivi la dynamique similaire observée au niveau mondial ; aux États-Unis, le rendement des obligations souveraines à dix ans a augmenté de 41 points de base pour s'établir à 4,7 %, et au Royaume-Uni, le rendement des obligations souveraines a augmenté de 20 points de base pour s'établir à 4,5 %.

Graphique 14

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

(en pourcentage annuel)

- Moyenne de la zone euro pondérée par les PIB
- Taux des OIS à dix ans dans la zone euro
- Royaume-Uni
- États-Unis



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 septembre 2023). Les dernières observations se rapportent au 25 octobre 2023.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont légèrement élargis au cours de la période sous revue, les augmentations les plus prononcées étant observées sur le compartiment à haut rendement (*high-yield*).

L'augmentation de l'écart de rendement a été modérée pour les entreprises les mieux notées (*investment-grade*), tandis qu'elle a été plus prononcée pour les entreprises les moins bien notées (*speculative-grade*), à plus de 60 points de base, reflétant des risques de défaut attendus plus élevés et une aversion au risque des investisseurs plus importante.

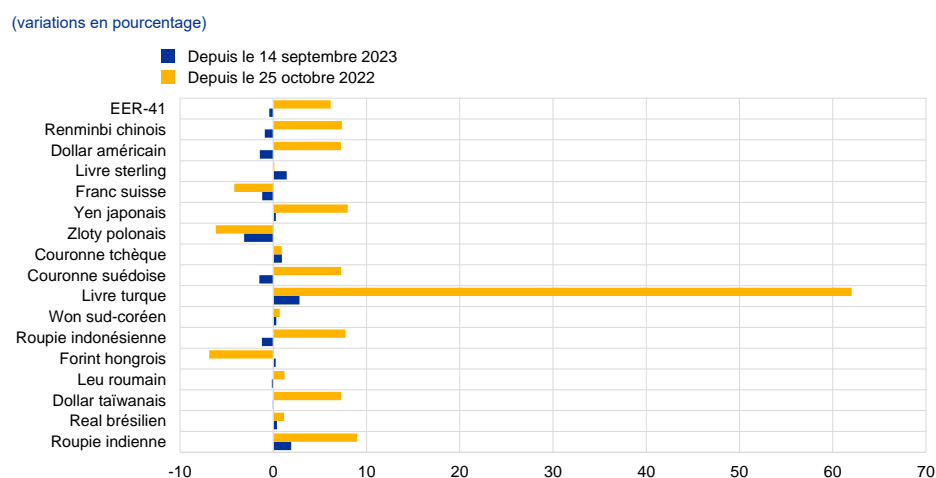
Les prix des actions de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue, tirés vers le bas par les augmentations des taux d'actualisation à long

terme et par l'intensification récente des risques géopolitiques. Les indices boursiers larges de la zone euro et des États-Unis ont diminué de plus de 6 % au cours de la période sous revue dans un contexte de hausse des taux d'actualisation. Les moins-values sur les actions de la zone euro ont été relativement généralisées à l'ensemble des secteurs, les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, tels que les services collectifs et les télécommunications, ayant affiché des résultats inférieurs à l'indice large, tandis que le secteur financier a affiché des résultats supérieurs. Dans l'ensemble, les cours des actions des sociétés non financières de la zone euro ont diminué d'environ 6,8 %, tandis que ceux des banques de la zone euro ont enregistré une baisse plus faible, de 3,7 %, au cours de la période sous revue. Aux États-Unis, les cours des actions ont diminué de 7 % environ pour les sociétés non financières et de 9,5 % pour les banques. L'intensification des tensions au Moyen-Orient depuis début octobre a probablement pesé sur le sentiment général à l'égard du risque et sur la volatilité des marchés boursiers, avec toutefois un impact globalement contenu jusqu'à présent, les moins-values initiales sur les actions s'étant dans l'ensemble inversées par la suite.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 15).

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 0,4 %. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux vis-à-vis des grandes devises, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar américain (de 1,4 %), ainsi que vis-à-vis du renminbi chinois (de 0,9 %) et du franc suisse (de 1,2 %), et s'est également affaibli vis-à-vis des devises de certains États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro (de 3,1 % vis-à-vis du zloty polonais et de 1,5 % vis-à-vis de la couronne suédoise). L'euro s'est apprécié vis-à-vis de la livre sterling (de 1,4 %), du yen japonais (de 0,3 %), de la livre turque (de 2,8 %) et de la roupie indienne (de 1,9 %).

Graphique 15
Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises



Source : BCE.
Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 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 25 octobre 2023.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

La transmission du resserrement de la politique monétaire de la BCE aux conditions de financement au sens large est restée forte. Les coûts de financement des banques et les taux débiteurs bancaires ont continué d'augmenter, atteignant leurs plus hauts niveaux depuis 2008 pour les entreprises et depuis mi-2011 pour les prêts au logement consentis aux ménages. Sur la période allant du 14 septembre au 25 octobre 2023, la hausse significative des taux sans risque à long terme a entraîné une augmentation sensible du coût de l'endettement de marché comme du financement par émission d'actions pour les sociétés non financières (SNF). La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique qu'au troisième trimestre 2023, les banques ont encore durci leurs critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts et la demande de prêts des entreprises et des ménages a de nouveau fortement diminué. Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont restés faibles en août et septembre, dans un contexte de hausse des taux débiteurs, de fléchissement de la demande de prêts et de durcissement des critères d'octroi. La croissance annuelle de la monnaie s'est encore ralentie, en raison de coûts d'opportunité élevés, de l'atonie de la croissance du crédit et de la réduction du bilan de l'Eurosystème.

Les coûts de financement des banques de la zone euro ont continué d'augmenter, reflétant les nouvelles hausses des taux appliqués aux dépôts et des rendements des obligations bancaires. Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a augmenté modérément en août pour atteindre son plus haut niveau depuis plus de dix ans, avec une hétérogénéité croissante entre les pays (graphique 16, partie a). Au cours du même mois, les rendements obligataires ont légèrement baissé, mais cette variation a été plus que compensée par de nouvelles hausses en septembre et octobre, à la suite des évolutions des rendements des obligations souveraines (graphique 16, partie b)⁵. Les taux des dépôts ont continué de s'inscrire en hausse régulière, avec quelques variations selon les instruments et les secteurs. Les taux proposés aux entreprises sont demeurés plus élevés que ceux offerts aux ménages, même si ces derniers ont augmenté plus fortement en août. L'écart entre les taux des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue a continué de s'élargir, reflétant la hausse des taux du marché monétaire, qui a incité les déposants à transférer des volumes importants de leurs dépôts à vue vers des dépôts à terme et d'autres instruments offrant une rémunération plus élevée. Dans le même temps, la transmission des taux directeurs aux taux des dépôts a continué de varier significativement selon les pays et les banques, reflétant principalement des différences en termes de concurrence, de besoins de liquidité et de dispositions réglementaires.

La suppression progressive en cours des opérations de refinancement à plus long terme (TLTRO), a contribué à une réduction de l'excédent de liquidité dans un environnement de liquidité toujours abondante à l'échelle du système.

⁵ Si la hausse du coût de l'emprunt interbancaire avait également été incluse dans le calcul des coûts de financement composites des banques, les coûts de financement dans leur ensemble auraient augmenté encore plus fortement depuis le début du cycle de relèvement des taux, quoiqu'à partir d'un niveau plus faible.

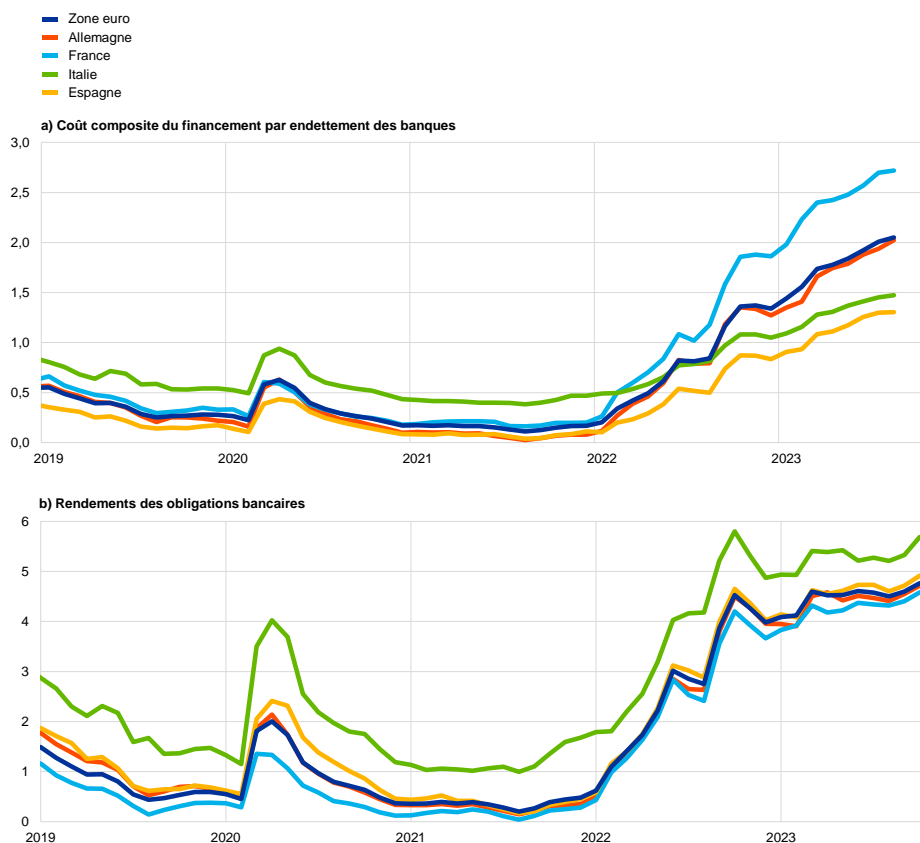
L'encours global au titre des TLTRO III a diminué de 1 622 milliards d'euros à la suite du règlement du 27 septembre 2023, revenant à 491 milliards d'euros, soit un niveau inférieur de 77 % à l'encours enregistré avant le recalibrage, en octobre 2022, de la rémunération des TLTRO III (2 113 milliards d'euros)⁶. Pour compenser la diminution de la liquidité mise à disposition par la BCE, les banques ont accru leurs émissions de titres de créance et d'instruments du marché monétaire et se sont livrées à une concurrence plus active entre elles pour attirer les dépôts en augmentant la rémunération de ces instruments. Les épargnants ont réaffecté leurs dépôts des banques offrant une rémunération moins attrayante vers celles ayant plus rapidement augmenté les taux appliqués aux dépôts. Les émissions d'obligations bancaires, qui sont plus onéreuses pour les banques que les dépôts et les TLTRO, ont augmenté en volume depuis septembre 2022, dans un contexte de réduction progressive des TLTRO et de diminution des dépôts à vue.

⁶ Cf. « *ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term* », communiqué de presse, BCE, 27 octobre 2022.

Graphique 16

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Les coûts de financement composites des banques correspondent à une moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement de marché non sécurisé. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours respectifs. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à août 2023 pour le coût composite de financement par endettement des banques et au 25 octobre 2023 pour les rendements des obligations bancaires.

En août, les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages ont encore augmenté, reflétant la hausse des taux directeurs de la BCE et le durcissement des critères d'octroi.

Les taux directeurs de la BCE ont augmenté significativement et rapidement, de 450 points de base au total entre début juillet 2022 et septembre 2023. Cette évolution a entraîné une forte hausse des taux débiteurs dans les différents pays de la zone euro, tant pour les entreprises que pour les ménages (graphique 17). Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts consentis aux SNF ont atteint leur niveau le plus élevé depuis fin 2008, même si la hausse en août a été plus contenue que les mois précédents, dans un contexte de diminution de l'octroi de nouveaux prêts et de durcissement des critères. Les taux débiteurs appliqués aux entreprises ont atteint 4,99 %, après 4,94 % en juillet 2023 et 1,55 % en mai 2022, avant l'annonce par la BCE du premier relèvement des taux du cycle actuel. Les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux inférieure à un an ont enregistré les hausses les plus importantes, tandis que ceux dont les périodes de fixation initiale du taux sont plus longues ont

connu une baisse des taux en août, dans un contexte d'inversion de la courbe des rendements. Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts à la consommation accordés aux ménages et aux autres prêts ont également continué d'augmenter, pour s'établir à 7,25 % en août – leur plus haut niveau depuis janvier 2008 – contre 7,07 % en juillet 2023 et 4,68 % en mai 2022. Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts consentis aux ménages pour l'achat d'un logement ont poursuivi leur hausse, ressortant à 3,85 % en août – leur plus haut niveau depuis mi-2011 – après 3,76 % en juillet 2023 et 1,78 % en mai 2022. La hausse observée en août a concerné l'ensemble des pays et a été plus marquée pour les prêts hypothécaires à taux variable que pour ceux à taux fixe. D'après les résultats de [l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#) d'août 2023, les consommateurs prévoient que les taux des prêts hypothécaires se stabiliseront légèrement au-dessus des niveaux actuels au cours des 12 prochains mois, reflétant peut-être la phase avancée du cycle de resserrement. Un pourcentage net important de participants à l'enquête ont perçu un durcissement des critères d'octroi et prévoient qu'il sera plus difficile d'obtenir un prêt au logement au cours de cette même période. La dispersion entre pays des taux débiteurs est restée faible tant pour les entreprises que pour les ménages (graphique 17, parties a et b).

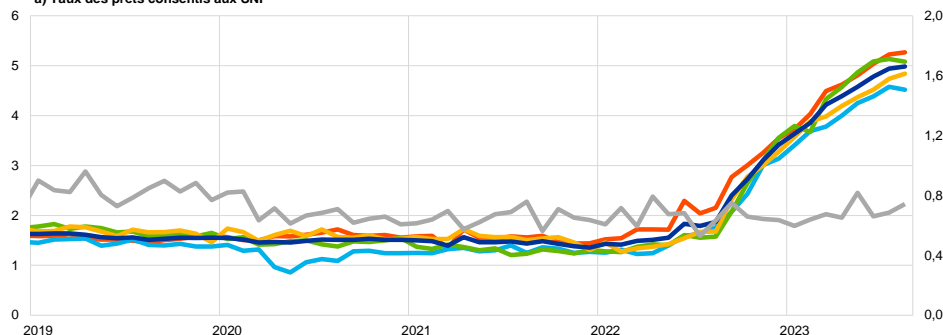
Graphique 17

Taux bancaires composites appliqués aux prêts aux SNF et aux ménages dans une sélection de pays

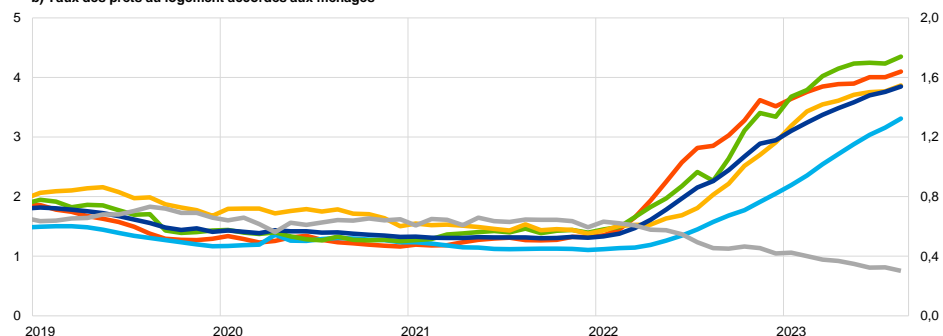
(pourcentages annuels ; écart type)

■ Zone euro
■ Allemagne
■ France
■ Italie
■ Espagne
■ Écart type entre pays (échelle de droite)

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement accordés aux ménages



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites appliqués aux sociétés non financières (SNF) sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé en utilisant un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à août 2023.

Entre le 14 septembre et le 25 octobre 2023, le coût pour les SNF du financement par endettement de marché et du financement par émission d'actions a fortement augmenté.

En août 2023, le coût global du financement pour les SNF – c'est-à-dire le coût composite de l'endettement bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres – a augmenté de 10 points de base par rapport au mois précédent pour ressortir à 6,3 % (graphique 18)⁷. Cette évolution a résulté d'une augmentation du coût des fonds propres et également, dans une moindre mesure, du coût de l'endettement de marché – sous l'effet d'un accroissement des écarts de rendement des obligations tant pour le segment bien noté (*investment-grade*) que pour le segment à haut rendement (*high-yield*) –, et du coût de l'emprunt bancaire à court terme. Sur la même période, le coût de l'emprunt bancaire à long terme a diminué et a ainsi contrebalancé en partie la hausse enregistrée par les autres composantes du coût de financement. Par conséquent, le coût global du

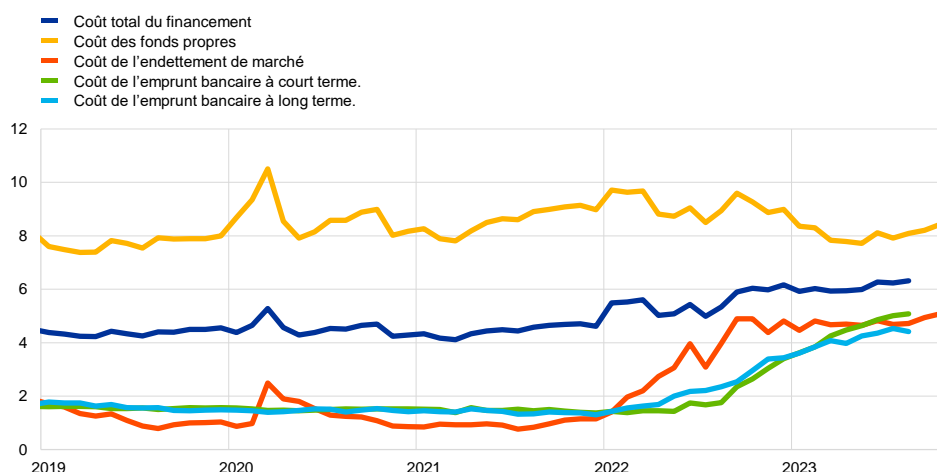
⁷ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à août 2023.

financement en août est resté proche des niveaux élevés atteints en septembre 2022 et qui avaient déjà été observés fin 2011. Au cours de la période sous revue, la forte hausse des taux sans risque à long terme a été le principal moteur de l'augmentation sensible du coût de l'endettement de marché. Une nouvelle hausse des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières, qui a été plus prononcée pour le segment à haut rendement (cf. section 4), a contribué à l'augmentation du coût de l'endettement de marché. L'augmentation significative du coût des fonds propres au même moment a été presque entièrement imputable au taux sans risque plus élevé (approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans), et, dans une certaine mesure, à la légère hausse de la prime de risque sur actions.

Graphique 18

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

(pourcentages annuels)



Sources : BCE et estimations de la BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg et Thomson Reuters.

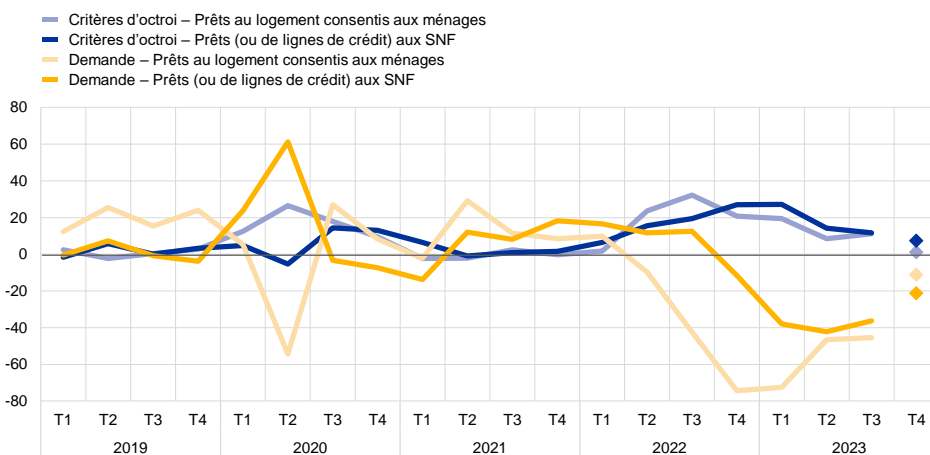
Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières (SNF) est fondé sur des données mensuelles et calculé comme la moyenne pondérée du coût de l'emprunt auprès des banques (données moyennes mensuelles), de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), en se fondant sur leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 25 octobre 2023 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à août 2023 pour le coût total du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

Selon l'enquête d'octobre 2023 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises se sont encore durcis au troisième trimestre 2023 (graphique 19). Depuis début 2022, le durcissement cumulé a été substantiel et cohérent avec l'affaiblissement significatif en cours de la dynamique des prêts. Les risques liés à la situation spécifique de certaines entreprises et les perspectives économiques sont restés les principaux moteurs du durcissement des critères d'octroi pour les entreprises, reflétant un accroissement des risques de crédit dans un contexte d'augmentation des coûts du service de la dette et de faiblesse de la croissance économique. Une moindre tolérance des banques au risque, la hausse de leurs coûts de financement et la détérioration de leurs bilans ont également contribué au durcissement, qui a principalement été lié à des situations de liquidité moins élevées. Les banques de la zone euro s'attendent à un nouveau durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises au quatrième trimestre 2023, mais à un rythme qui se ralentit.

Graphique 19

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

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



Source : Enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

Notes : SNF signifie « sociétés non financières ». Pour les questions sur les critères d'octroi, les « pourcentages nets » correspondent à la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « sensiblement durcis » et « légèrement durcis » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « légèrement assouplis » et « sensiblement assouplis ». Pour les questions portant sur la demande de prêts, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « augmentation importante » et « légère augmentation » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « légère diminution » et « diminution importante ». Les losanges représentent les anticipations déclarées par les banques dans la campagne d'enquête actuelle. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023.

Les banques ont déclaré un nouveau durcissement net des critères d'octroi des prêts aux ménages au troisième trimestre 2023, dépassant largement les anticipations précédentes. En ce qui concerne les prêts au logement, le rythme du durcissement net s'est accéléré par rapport au deuxième trimestre, principalement en raison d'une perception accrue des risques en lien avec les perspectives économiques et les situations propres aux emprunteurs, parallèlement à une plus faible tolérance au risque de la part des banques. Les critères d'octroi des crédits à la consommation et des autres prêts se sont également encore durcis, mais à un rythme légèrement plus modéré. Pour le quatrième trimestre 2023, les banques de la zone euro s'attendent à ce que les critères d'octroi des prêts au logement consentis aux ménages restent globalement inchangés, tandis qu'un nouveau durcissement net est attendu pour les crédits à la consommation et les autres prêts aux ménages.

Les banques ont fait état d'une forte baisse de la demande de prêts des entreprises et des ménages au troisième trimestre 2023, qui a dépassé les anticipations précédentes des banques. La baisse de la demande de prêts aux entreprises a été principalement liée à la hausse des taux d'intérêt et au recul de l'investissement fixe. S'agissant des prêts au logement, la baisse a résulté de la hausse des taux d'intérêt et, dans une moindre mesure, de la détérioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et de la faible confiance des consommateurs. Pour le quatrième trimestre 2023, les banques s'attendent à une nouvelle diminution nette, bien que de moindre ampleur, de la demande de prêts aux entreprises et de prêts au logement.

En outre, les banques indiquent que la suppression progressive des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE a contribué au ralentissement de la dynamique des prêts en raison de son effet sur les positions de financement et de liquidité des banques.

Au troisième trimestre 2023, l'accès des banques au financement s'est détérioré dans tous les compartiments du marché, en particulier le financement de détail. Les banques ont indiqué que la réduction du portefeuille d'actifs de la BCE relevant de la politique monétaire et la suppression progressive des TLTRO III avaient eu un impact négatif sur leurs conditions de financement et de liquidité, accentuant encore le resserrement de l'offre de crédit. Cela a contribué au durcissement des modalités et conditions et à des pressions à la baisse sur les volumes de prêts, et ces deux évolutions devraient s'intensifier au cours des six prochains mois. Dans le même temps, les banques ont indiqué que l'impact des décisions relatives aux taux directeurs de la BCE sur leurs marges nettes d'intérêts est resté fortement positif, et que l'impact du portefeuille de titres de la BCE relevant de la politique monétaire sur la rentabilité a été positif dans l'ensemble. Toutefois, les effets positifs sur les revenus nets d'intérêts devraient se modérer au cours des six prochains mois, étant de plus en plus compensés par des pertes de fonds propres et une augmentation des besoins de provisionnement.

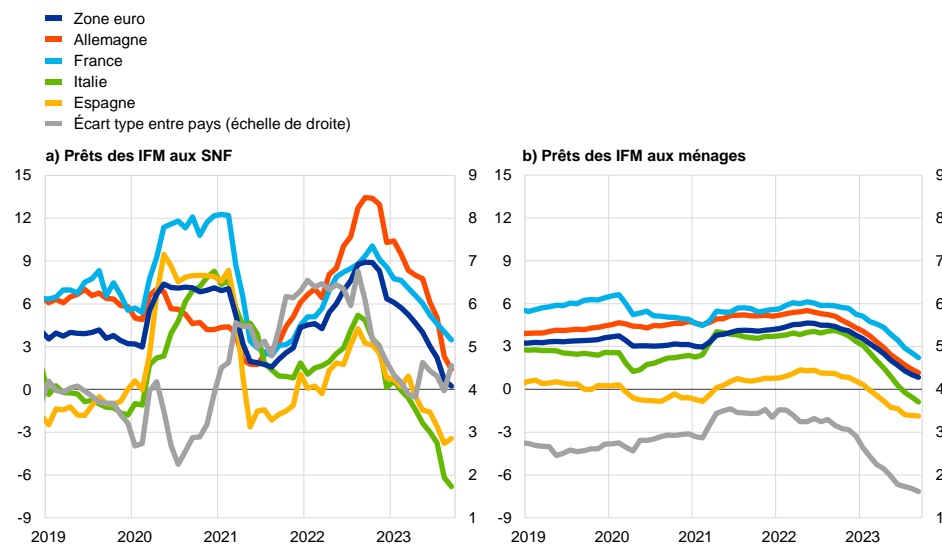
Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont restés faibles en août et septembre, dans un contexte de hausse des taux débiteurs, de fléchissement de la demande de prêts et de durcissement des critères d'octroi.

Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF est revenu à 0,2 % en septembre, après 0,7 % en août et 2,2 % en juillet (graphique 20, partie a), dans un contexte de très forte hétérogénéité selon les pays et les échéances. Le ralentissement reflète la forte diminution de la demande de prêts, en partie due à la hausse des taux d'emprunt et aux réductions associées des projets de dépense, ainsi qu'au nouveau durcissement des critères d'octroi. Les flux mensuels ont affiché une certaine volatilité, avec d'importants remboursements nets de prêts aux SNF en août qui se sont en partie inversés en septembre. En moyenne, les flux mensuels de prêts aux SNF et aux ménages ont été proches de zéro depuis début 2023. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est revenu à 0,8 % en septembre, contre 1,0 % en août et 1,3 % en juillet (graphique 20, partie b), dans le contexte de perspectives négatives sur le marché de l'immobilier résidentiel, d'un nouveau durcissement des critères d'octroi des banques et d'une hausse des taux débiteurs. La baisse a principalement résulté des prêts au logement et des prêts aux entrepreneurs individuels (c'est-à-dire les petites sociétés de personnes), tandis que les prêts à la consommation ont continué de mieux résister, malgré un durcissement des critères d'octroi et une détérioration de la confiance des consommateurs.

Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Source : BCE.

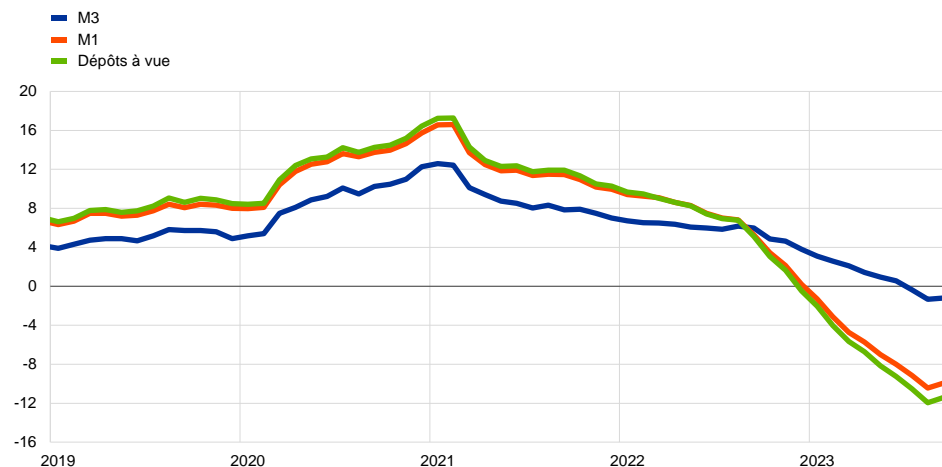
Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières (SNF), les prêts sont également corrigés du *cash-pooling* notionnel. L'écart type entre pays est calculé en utilisant un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à septembre 2023.

La réallocation des dépôts à vue vers les dépôts à terme s'est poursuivie en août et en septembre, dans un contexte de forte volatilité des dépôts des entreprises. Le taux de variation annuel des dépôts à vue a atteint de nouveaux points bas historiques, ressortant à $-11,4\%$ en septembre et $-12,0\%$ en août, après $-10,5\%$ en juillet (graphique 21). La hausse des taux d'intérêt s'est traduite par un élargissement de l'écart entre les dépôts à terme et les dépôts à vue dans la mesure où, en ligne avec les cycles de resserrement précédents, les taux d'intérêt sur les dépôts à vue se sont ajustés aux modifications de taux directeurs plus lentement que ceux appliqués aux dépôts à terme. Cela a accru le coût d'opportunité de la détention d'actifs liquides et détermine la réallocation en cours des fonds des dépôts à vue vers les dépôts à terme. Les ménages ont initialement réagi plus progressivement que les entreprises, mais au cours des derniers mois, ils ont transféré des volumes plus importants vers les dépôts à terme et d'autres actifs dont la rémunération est plus élevée que vers les dépôts à vue et les dépôts remboursables avec préavis, en partie en réponse aux initiatives des pouvoirs publics. Le fait que le resserrement de la politique monétaire de la BCE ait été plus rapide que lors des précédents cycles de resserrement explique l'ampleur exceptionnelle des volumes réaffectés.

Graphique 21

M3, M1 et dépôts à vue

(taux de croissance annuel, corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2023.

La croissance annuelle de la monnaie s'est encore ralentie, en raison des coûts d'opportunité élevés, de l'atonie de la croissance du crédit et de la réduction du bilan de l'Eurosystème. La variation annuelle de la monnaie au sens large (M3) dans la zone euro a atteint un nouveau point bas historique, ressortant à $-1,3\%$ en août, et elle est restée proche de ce niveau en septembre, à $-1,2\%$, après $-0,4\%$ en juillet (graphique 21). Les flux mensuels ont affiché une certaine volatilité, les sorties significatives enregistrées en juillet et en août ayant été pratiquement compensées par une entrée importante en septembre, liée à des entrées en provenance du reste du monde dans un contexte d'émissions exceptionnellement élevées d'obligations d'État de la zone euro. La variation annuelle de l'agrégat monétaire étroit (M1) est restée fortement négative, s'établissant à $-9,9\%$ en septembre, après $-10,4\%$ en août et $-9,2\%$ en juillet. Globalement, plusieurs facteurs continuent de peser sur la dynamique monétaire. Premièrement, la contribution des prêts au secteur privé a été pratiquement nulle ces derniers mois. Deuxièmement, la réduction en cours du portefeuille d'actifs de l'Eurosystème assèche la liquidité dans le système financier, à mesure que les obligations d'État arrivent à échéance, réduisant ainsi le volume des dépôts. Troisièmement, les remboursements au titre des TLTRO et le coût d'opportunité plus élevé pour les déposants de la détention d'actifs liquides conduisent les banques à émettre des obligations assorties d'échéances plus longues, non incluses dans M3.

Encadrés

1 Production mondiale et risques liés aux chaînes d’approvisionnement : indications tirées d’une enquête réalisée auprès de grandes entreprises

Maria Grazia Attinasi, Demosthenes Ioannou, Laura Lebastard et Richard Morris

Même si les risques géopolitiques et leurs effets sur la production mondiale et les échanges internationaux sont largement débattus, peu de données empiriques font état d’une fragmentation accrue des chaînes de valeur mondiales. Les perturbations causées par la pandémie de coronavirus (COVID-19), par la guerre menée par la Russie contre l’Ukraine et, de façon générale, par la montée des tensions géopolitiques, soulèvent la question de savoir si nous assistons à une tendance à la démondialisation. La plupart des analyses réalisées à ce jour ne font pas état de changements significatifs dans la structure des échanges commerciaux européens au niveau agrégé. Toutefois, la mise en place d’ajustements par les entreprises dans leurs relations commerciales et dans la gestion de leurs chaînes d’approvisionnement peut prendre du temps, compte tenu des difficultés et des coûts liés à la modification des modèles d’activité, des chaînes d’approvisionnement et des contrats ¹. Les données d’enquêtes sont par conséquent utiles pour identifier de nouvelles tendances. À cette fin, la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD), la Banca d’Italia, la Deutsche Bundesbank et d’autres institutions ont récemment réalisé des enquêtes en interrogeant les entreprises sur les risques liés aux chaînes d’approvisionnement ².

Cet encadré présente une synthèse des conclusions d’une enquête récente réalisée par la BCE auprès de grandes entreprises opérant dans la zone euro, en mettant l’accent sur leurs décisions relatives à la localisation de la production et à l’approvisionnement en intrants, en particulier en réponse aux risques liés aux chaînes d’approvisionnement ³. Les entreprises interrogées sont principalement des multinationales effectuant de nombreuses opérations dans l’UE, même si la plupart exercent également une grande part de leur activité en dehors de l’UE. Le tableau A à la fin de cet encadré présente une synthèse de l’échantillon

¹ Cf. le blog publié par Di Sano (M.), Gunnella (V.) et Lebastard (L.), « *Deglobalisation: risk or reality?* », BCE, 12 juillet 2023, et Koh (S.-H.), MacLeod (C.) et Rusticelli (E.), « *Shifting sands: trade partner patterns since 2018* », OCDE, 12 juillet 2023.

² L’enquête de la BERD se concentre sur 15 de ses pays membres ; cf. « *Global supply chains in turbulence* », *Transition report 2022-23*, BERD, 2022. L’enquête de la Banca d’Italia se concentre sur les entreprises italiennes ; cf. Bottone (M.), Mancini (M.) et Padellini (T.), « *Navigating Fragmentation Risks: China Exposure and Supply Chains Reorganization among Italian Firms* », Banca d’Italia, 2023. L’enquête de la Deutsche Bundesbank se concentre sur les entreprises allemandes (la collecte de données est achevée et l’analyse sera disponible prochainement).

³ L’enquête a été adressée aux entreprises avec lesquelles la BCE entretient des contacts réguliers dans le cadre de son recueil d’informations sur les tendances actuelles de l’activité des entreprises. Au total, 65 réponses ont été reçues au cours de la période juillet-août 2023. Il s’agit d’un échantillon relativement petit en termes de nombre global d’entreprises, mais la valeur ajoutée agrégée générée par ces entreprises au niveau mondial représente 5 % environ du PIB de la zone euro.

s'agissant de l'activité hors de l'UE. Le questionnaire se compose de trois parties, couvrant des questions portant sur a) les tendances relatives à la localisation de la production/des opérations et leurs principaux déterminants ; b) les tendances relatives à l'approvisionnement en intrants, la dépendance et les risques liés aux chaînes d'approvisionnement ; et c) les implications de ces tendances pour l'activité, l'emploi et les prix.

Ces grandes entreprises prévoient de devenir plus actives pour (re)localiser leurs opérations au cours des cinq prochaines années afin d'accroître la résilience de leurs activités (graphique A). Il a été demandé aux entreprises comment la localisation de leur production/de leurs opérations avaient évolué au cours des cinq dernières années et comment elles prévoient son évolution au cours des cinq prochaines années. Les réponses font apparaître des parts plus importantes d'entreprises prévoyant de (re)localiser davantage de production à la fois dans et hors de l'UE au cours des cinq prochaines années que lors des cinq années précédentes⁴. Mais il existe toujours une proportion plus élevée d'entreprises prévoyant de déplacer la production hors de l'UE plutôt que dans l'UE. Une part plus élevée d'entreprises ont également déclaré qu'elles prévoient une tendance a) à relocaliser davantage de production dans des lieux géographiquement plus proches du lieu de production final ou du pays de vente (« *near shoring* »), b) à diversifier les opérations dans une plus large mesure entre différents pays, et/ou c) à (re)localiser davantage de production dans/vers des pays politiquement plus proches du principal pays de vente (« *friend shoring* ») au cours des cinq prochaines années qu'au cours des cinq dernières années⁵. Le *near-shoring* de la production (ou « production locale pour une consommation locale ») constituait déjà une tendance assez courante qui devrait à présent s'intensifier⁶. En revanche, la relocalisation de la production dans des pays amis (*friend-shoring*) qui n'a pas été aussi évidente par le passé, devrait devenir beaucoup plus commune – 42 % des entreprises envisagent d'adopter une telle stratégie, contre seulement 11 % au cours des cinq années précédentes. Un examen détaillé des résultats permet de constater que ce sont principalement les entreprises qui pratiquent déjà le *near-shoring* ou qui envisagent de le faire qui prévoient également à présent de diversifier et de relocaliser dans des pays amis (*friend-shoring*) une partie de leurs opérations. De plus, ces actions sont associées de manière globalement équivalente aux entreprises qui déclarent qu'elles envisagent de relocaliser davantage de production

⁴ S'agissant du Brexit, les participants à l'enquête ont été invités à ignorer les changements résultant uniquement du reclassement du Royaume-Uni de pays de l'UE à pays n'appartenant pas à l'UE, s'il n'y a pas eu de modification physique du lieu de la production ou de l'approvisionnement en intrants.

⁵ 42 % des entreprises ont déclaré qu'elles avaient relocalisé à proximité, diversifié et/ou relocalisé dans des pays amis leur production au cours des cinq dernières années, et 74 % ont déclaré qu'elles prévoient de le faire au cours des cinq prochaines années.

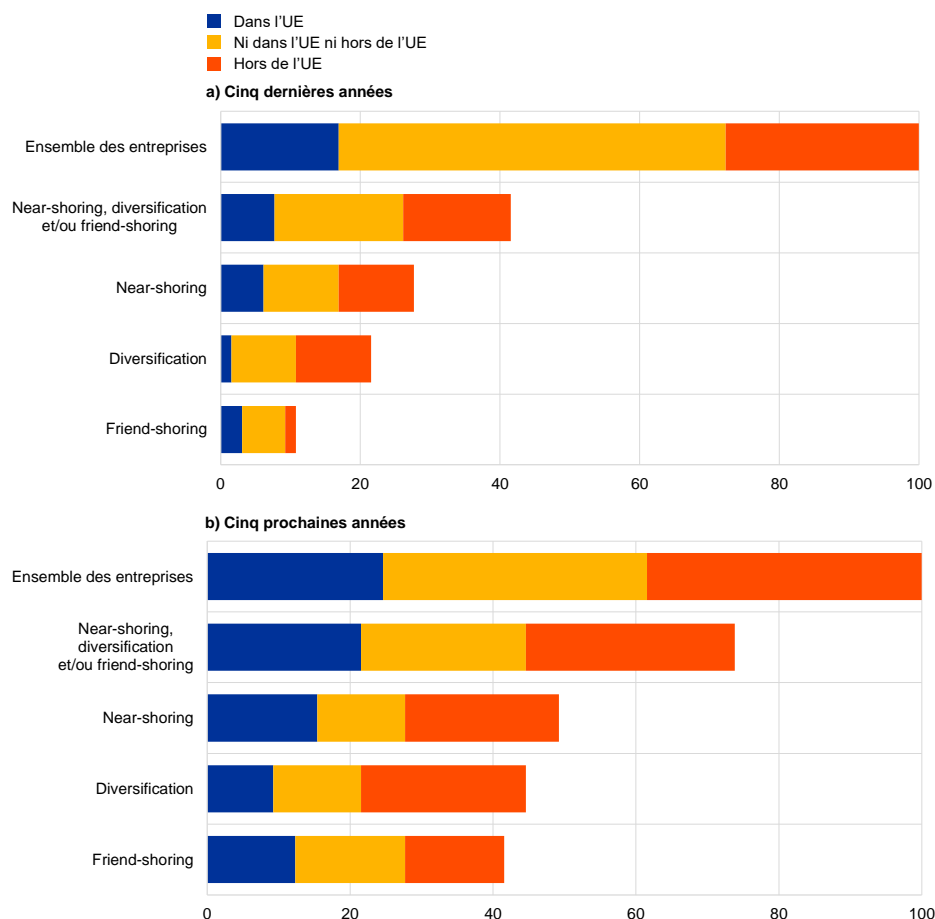
⁶ 28 % des entreprises ont déclaré qu'elles avaient relocalisé leur production à proximité au cours des cinq dernières années, et 49 % qu'elles prévoient de le faire au cours des cinq prochaines années. Il est frappant de constater que ce premier chiffre est identique à la part des entreprises qui, dans une enquête similaire de la BCE réalisée en 2016, avaient répondu qu'au cours des cinq dernières années, il était devenu plus courant pour les entreprises de leur secteur de produire/d'opérer sur les marchés locaux où les biens et services sont vendus. Cf. l'encadré intitulé « [Les structures mondiales de production dans une perspective européenne : indications tirées d'une enquête réalisée auprès des grandes entreprises de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016.

dans l'UE et à celles qui déclarent prévoir de relocaliser plus de production hors de l'UE.

Graphique A

Tendances passées et futures de la localisation de la production/des opérations

(en pourcentage des réponses)



Source : BCE.

Notes : Réponses à la question « Comment la localisation de la production/des opérations de votre entreprise a-t-elle évolué au cours des cinq dernières années et comment pensez-vous qu'elle évoluera au cours des cinq prochaines années ? ». Les participants pouvaient choisir une ou plusieurs des réponses suivantes : Tendence à a) déplacer davantage de production/d'opérations dans l'UE, b) déplacer davantage de production/d'opérations hors de l'UE, c) (re)localiser davantage de production/d'opérations plus près géographiquement du lieu de production final ou du pays de vente (« *near-shoring* »), d) diversifier la production/les opérations dans une plus grande mesure entre les différents pays, e) (re)localiser davantage de production/d'opérations dans des pays politiquement plus proches du principal pays de vente (« *friend-shoring* »). La catégorie « Ni dans l'UE ni hors de l'UE » correspond aux réponses des entreprises qui n'ont pas signalé de tendance à déplacer leur production dans l'UE ou hors de l'UE.

Le risque géopolitique a été le facteur le plus fréquemment cité pour expliquer les décisions de (re)localiser la production dans l'UE, tandis que les facteurs de demande et de coûts motivent les déplacements hors de l'UE

(graphique B). Les entreprises disposaient d'une liste de facteurs et il leur a été demandé d'indiquer ceux qui étaient importants pour elles en relation avec les déplacements récents ou prévus de la production/des opérations vers l'UE ou en dehors de l'UE. Près de la moitié des entreprises ont cité le risque/l'incertitude géopolitique comme un facteur important lié aux déplacements récents ou prévus vers l'UE. Cela met en évidence un changement dans les priorités des entreprises, qui ne se concentrent plus simplement sur la réduction des coûts ou une

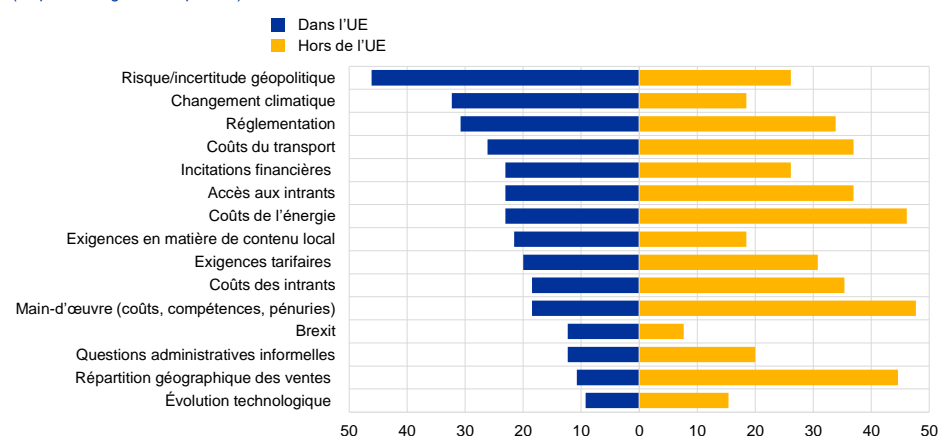
amélioration de l'efficacité, mais prennent également en compte la résilience dans leurs décisions. Le deuxième facteur le plus important pour s'installer dans l'UE a été le changement climatique (la transition vers la neutralité carbone).

La réglementation, les incitations financières et les exigences en matière de contenu local ont été, globalement, des facteurs tout aussi susceptibles d'être pertinents pour s'installer dans l'UE ou en partir. Dans le même temps, la main-d'œuvre (coûts/pénuries/compétences), les coûts de l'énergie et la modification de la répartition géographique des ventes ont été les principaux facteurs à l'origine du déplacement de la production hors de l'UE.

Graphique B

Importance des facteurs déterminant les déplacements de la production/des opérations dans l'UE ou hors de l'UE

(en pourcentages des réponses)



Source : BCE.

Notes : Réponses à la question « Parmi les facteurs suivants, quels sont ceux que vous considérez comme particulièrement importants en relation avec les déplacements récents ou prévus de la production/des opérations dans l'UE ou hors de l'UE ? » Les entreprises participantes pouvaient choisir l'une des réponses ci-dessus s'appliquant à leur société. Les réponses sont classées en fonction du score net (« déplacements dans l'UE » moins « déplacements hors de l'UE »).

S'agissant de l'approvisionnement en intrants, les entreprises prévoient de relocaliser de façon de plus en plus proche, de diversifier et/ou de relocaliser dans des pays amis leurs chaînes d'approvisionnement au cours des cinq prochaines années, avec une certaine augmentation de la part de l'approvisionnement en provenance de l'intérieur de l'UE (graphique C).

Il a été demandé aux entreprises comment la répartition géographique de leur approvisionnement transfrontière en intrants avait évolué au cours des cinq dernières années et comment elles prévoyaient son évolution au cours des cinq prochaines années. Les réponses indiquent qu'une part plus importante d'entreprises prévoient de s'approvisionner davantage à l'intérieur de l'UE pour les intrants au cours des cinq prochaines années qu'au cours des cinq dernières années, tandis que la part des entreprises indiquant prévoir de s'approvisionner davantage hors de l'UE n'a pas augmenté ⁷. Une part plus importante d'entreprises a déclaré prévoir de s'approvisionner davantage en intrants a) dans des pays

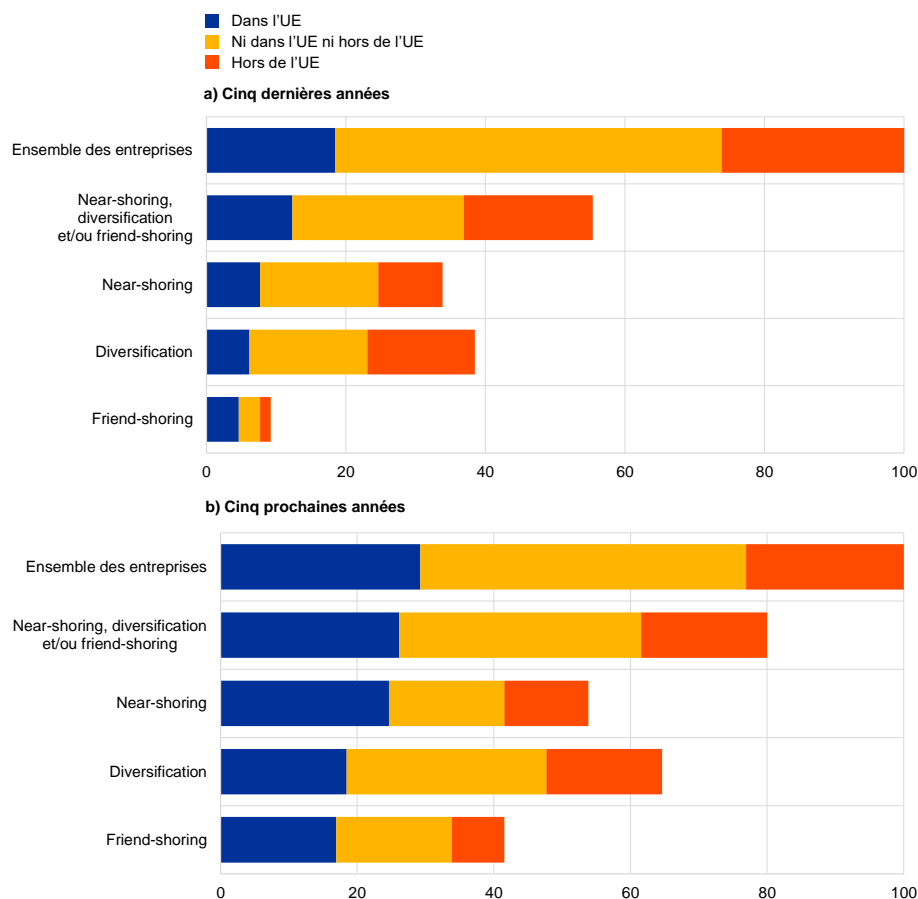
⁷ Ce résultat est principalement imputable aux entreprises qui sont véritablement mondiales (avec plus de 50 % de leurs ventes, de leur production et de leur approvisionnement en intrants qui s'effectuent actuellement en dehors de l'UE) et aux entreprises qui importent des produits (intermédiaires ou finaux) dans l'UE.

géographiquement plus proches du pays de production (« *near-shoring* »), b) auprès d'un éventail plus diversifié de fournisseurs dans différents pays et/ou c) dans des pays politiquement plus proches du pays de vente (« *friend-shoring* ») au cours des cinq prochaines années que ce n'était le cas au cours des cinq dernières années (la part est passée de 55 % à 80 %). La diversification et le *near-shoring* pour l'approvisionnement en intrants étaient déjà relativement courants et devraient le devenir davantage au cours des prochaines années. En revanche, le *friend-shoring* pour l'approvisionnement en intrants, comme cela était le cas pour la localisation de la production, n'était pas un processus habituel par le passé, mais devrait le devenir beaucoup plus (42 % des entreprises participantes prévoient d'adopter une telle stratégie contre seulement 9 % l'ayant fait par le passé). L'augmentation de la part des entreprises qui prévoient de mettre en œuvre l'une ou l'ensemble de ces stratégies a été négligeable pour les entreprises qui ont également déclaré envisager de s'approvisionner davantage en intrants en dehors de l'UE, mais elle a été significative pour celles qui ont également déclaré prévoir de s'approvisionner davantage en intrants venant de l'intérieur de l'UE. En conséquence, une augmentation attendue du *near-shoring*, de la diversification et/ou du *friendshoring* pour l'approvisionnement en intrants semble orienter ces entreprises, en moyenne, vers un recours accru aux fournisseurs de l'UE.

Graphique C

Tendances passées et futures de l'approvisionnement en intrants

(en pourcentages des réponses)



Source : BCE.

Notes : Réponses à la question « Comment la répartition géographique de l'approvisionnement transfrontière en intrants de votre entreprise a-t-elle évolué au cours des cinq dernières années et comment pensez-vous qu'elle évoluera au cours des cinq prochaines années ? » Les participants pouvaient choisir une ou plusieurs des réponses suivantes : Tendances à s'approvisionner de plus en plus en intrants a) à l'intérieur de l'UE, b) en dehors de l'UE, c) plus près géographiquement du pays de production (« *near-shoring* »), d) auprès d'un éventail plus diversifié de fournisseurs dans différents pays, et e) dans des pays politiquement plus proches du pays de vente (« *friend-shoring* »). La catégorie « Ni dans l'UE ni hors de l'UE » correspond aux réponses des entreprises qui n'ont pas signalé de tendance à se procurer une part plus importante de leurs intrants à l'intérieur ou à l'extérieur de l'UE.

La Chine est ressortie comme la principale source d'intrants stratégiques et a également été le pays le plus fréquemment cité s'agissant des risques perçus, soit pour la propre chaîne d'approvisionnement de l'entreprise soit pour celle de son secteur (graphique D). Au total, 55 % des participants à l'enquête ont déclaré que leur entreprise s'approvisionne en intrants stratégiques (en totalité ou de manière importante) auprès d'un pays ou de pays spécifiques⁸. La quasi-totalité d'entre eux (52 % de l'ensemble des participants) a indiqué que l'approvisionnement en intrants stratégiques auprès d'au moins un de ces pays est soumis à un risque

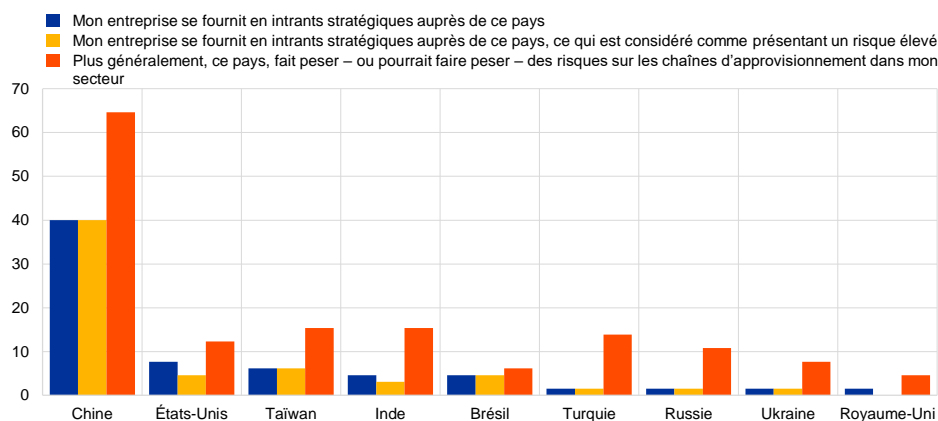
⁸ Dans le questionnaire, la précision suivante était apportée : « Par intrants « stratégiques », nous entendons les biens sans lesquels une part significative de l'activité de votre entreprise ne pourrait être réalisée ou subirait des retards importants ou la qualité du bien ou du service produit par votre entreprise diminuerait nettement. Il a été demandé aux participants d'indiquer jusqu'à cinq pays, mais la plupart d'entre eux n'en ont cité qu'un ou deux.

élevé⁹. Une large majorité de ces participants a ensuite identifié la Chine comme étant ce pays (ou l'un de ces pays), la totalité d'entre eux considérant que cette situation représente un risque élevé. En deuxième position, loin derrière, seulement 8 % des participants ont déclaré que leur entreprise se fournit en intrants stratégiques auprès des États-Unis, et seulement 5 % ont signalé cette situation comme constituant un risque particulier. S'agissant des pays qui représentent – ou pourraient représenter – un risque pour les chaînes d'approvisionnement dans leur secteur plus généralement, deux tiers de l'ensemble des participants ont cité la Chine, tandis que les États-Unis, Taïwan, l'Inde, la Turquie et la Russie ont également été mentionnés par plus de 10 % des participants.

Graphique D

Dépendance et risques liés aux chaînes d'approvisionnement, par pays

(en pourcentage des réponses)



Source : BCE.

Notes : Réponses aux questions a) « Votre entreprise se procure-t-elle actuellement des intrants stratégiques qui dépendent (totalement ou fortement) d'un approvisionnement à partir d'un pays donné ? et si oui, le(s)quel(s) ? », b) « Considérez-vous que l'approvisionnement en intrants stratégiques en provenance de ce pays ou de l'un de ces pays est soumis à un risque élevé ? », et c) « De manière plus générale, quels pays (le cas échéant) font peser – ou pourraient faire peser – des risques sur les chaînes d'approvisionnement dans votre secteur ? ». Les pays mentionnés par trois participants au moins sont inclus dans le graphique. Beaucoup d'autres pays ont été mentionnés par seulement un ou deux participants.

La plupart des entreprises ont déclaré qu'il leur serait très difficile de remplacer les intrants stratégiques en provenance de pays considérés comme présentant un risque élevé. Parmi les participants ayant déclaré que leur entreprise s'approvisionne en intrants stratégiques (de manière importante ou en totalité) auprès d'un pays spécifique qu'ils considèrent comme présentant un risque élevé, près des deux tiers ont indiqué que si ces intrants stratégiques n'étaient soudainement plus disponibles, les remplacer par des intrants provenant d'ailleurs serait « très difficile », tandis que près d'un tiers ont déclaré que ce serait « difficile » (graphique E, partie a). Dans ce contexte, deux tiers des participants ont indiqué que leur entreprise s'approvisionne principalement en intrants stratégiques directement auprès d'entreprises situées dans le pays concerné et un sixième ont déclaré s'approvisionner principalement directement auprès de leurs propres entités

⁹ Dans le questionnaire, il était précisé que « Ces risques peuvent inclure celui d'une intensification soudaine des tensions économiques ou politiques entre pays (par exemple la Chine et les États-Unis) entraînant des interdictions sur les importations ou les exportations de produits spécifiques, un durcissement des exigences en matière de contenu local (par exemple dans le contexte de l'accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni), l'approvisionnement auprès de pays en conflit (ou risquant un conflit), les risques liés au changement climatique...etc. ».

implantées dans le pays concerné, le reste des participants se procurant ces intrants essentiellement auprès de distributeurs.

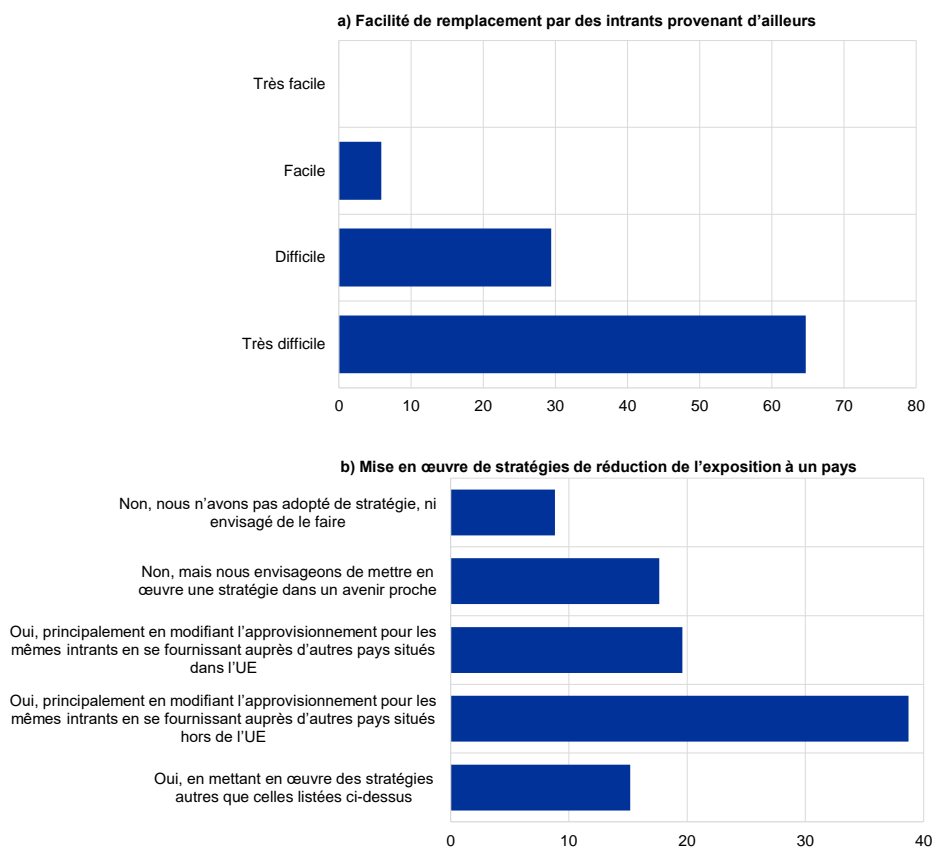
Toutefois, la plupart des entreprises mettent en œuvre des stratégies de réduction de leurs expositions au(x) pays concerné(s) (graphique E, partie b).

Parmi les mêmes participants ayant déclaré que leur entreprise s'approvisionne en intrants stratégiques (de manière importante ou en totalité) auprès d'un pays spécifique considéré comme présentant un risque élevé, seuls trois ont indiqué n'avoir ni adopté, ni envisagé d'adopter une stratégie de réduction de leur exposition. Près de 40 % des participants ont déclaré poursuivre une stratégie visant à se procurer les mêmes intrants principalement auprès d'autres pays situés en dehors de l'UE, 20 % ont indiqué poursuivre une stratégie visant à se les procurer principalement auprès d'autres pays à l'intérieur de l'UE, tandis que 15 % ont déclaré poursuivre d'autres stratégies, telles que la détention de stocks plus importants, la diversification de leurs sources pour les intrants, un suivi plus étroit du risque, la modification de la composition de leur(s) produit(s) ou la fermeture de certaines capacités de production. Un peu moins de 20 % des participants n'ont pas encore adopté de stratégie, mais envisagent de le faire dans un avenir proche.

Graphique E

Facilité de remplacement des intrants et stratégies de réduction de l'exposition à un pays

(en pourcentage des réponses)



Source : BCE.

Notes : Réponses aux questions a) « Si ces intrants n'étaient soudainement plus disponibles, à quel point vous serait-il facile de les remplacer par des intrants provenant d'ailleurs ? » et b) « Votre entreprise met-elle en œuvre ou prévoit-elle de mettre en œuvre une stratégie de réduction de l'exposition au(x) pays concerné(s) ? ». Les pourcentages de réponses se rapportent uniquement à ceux qui ont déclaré que leur entreprise s'approvisionne actuellement en intrants stratégiques dépendant (entièrement ou fortement) de l'offre d'un pays spécifique qu'ils considèrent comme exposés à un risque élevé. Un petit nombre de participants ont donné plus d'une réponse à la question b) et ces réponses ont été pondérées en conséquence.

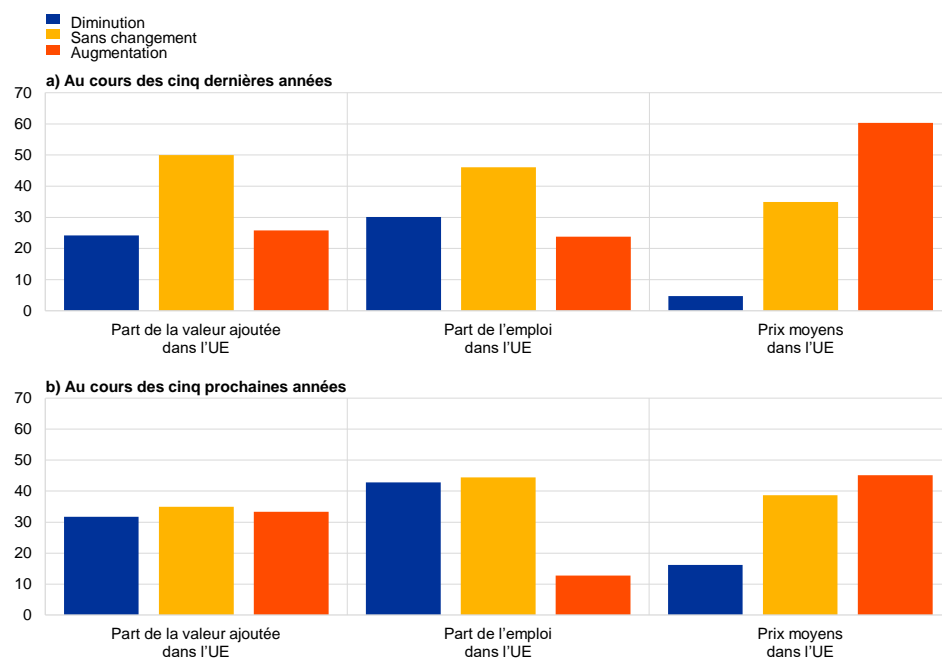
Dans l'ensemble, l'impact des modifications du lieu de production et de l'approvisionnement transfrontière en intrants sur l'activité dans l'UE a été perçu comme limité, tandis que l'impact sur l'emploi dans l'UE a été considéré comme significatif. Il a été demandé aux entreprises d'évaluer l'impact des modifications apportées au lieu de production et à l'approvisionnement transfrontière en intrants sur leur activité, leur emploi et leurs prix de vente dans l'UE au cours des cinq dernières années (graphique F, partie a) et ce qu'elles prévoient pour les cinq prochaines années (graphique F, partie b). S'agissant de l'activité, une grande partie des participants ont déclaré que ces changements étaient susceptibles d'influencer la part de la valeur ajoutée générée dans l'UE par leur entreprise au cours des cinq prochaines années par rapport aux cinq dernières années. Cela étant, les réponses de ceux qui anticipent une hausse des parts et de ceux qui anticipent une baisse se sont globalement compensées. Les entreprises participantes ont toutefois considéré que l'impact de ces modifications est de plus en plus négatif pour la part de l'emploi de leur entreprise située dans l'UE. Cela serait cohérent avec le fait que les

entreprises citent le coût de la main-d'œuvre et des compétences – et l'accès à celles-ci – comme étant le facteur le plus important dans leurs décisions récentes ou prévues à l'avenir de déplacer la production ou les opérations hors de l'UE.

Graphique F

Impact global des décisions relatives au lieu de production et à l'approvisionnement en intrants sur l'activité, l'emploi et les prix

(en pourcentage des réponses)



Source : BCE.

Note : Réponses à la question « Quel a été/sera l'impact des modifications du lieu de production et/ou de l'approvisionnement transfrontière en intrants sur l'activité, l'emploi et les prix de vente de votre entreprise ? ».

Les modifications du lieu de production et de l'approvisionnement

transfrontière en intrants ont entraîné une hausse des prix, mais cet impact devrait légèrement s'atténuer au cours des cinq prochaines années.

60 % des entreprises contactées ont déclaré que les modifications du lieu de production et/ou de l'approvisionnement transfrontière en intrants avaient fait augmenter leurs prix moyens au cours des cinq dernières années, contre seulement 5 % indiquant que cela avait entraîné une baisse de leurs prix. S'agissant des cinq prochaines années, la part des entreprises anticipant des tensions à la hausse sur les prix demeure élevée (45 %), mais inférieure à ce qu'elle était au cours des cinq dernières années. Selon une interprétation possible, les mouvements visant à rendre les opérations commerciales et les chaînes d'approvisionnement plus résilientes sont coûteux en eux-mêmes, mais l'impact sur les coûts, et donc sur les prix peut être atténué si ces changements sont soigneusement planifiés. À cet égard, les mouvements passés peuvent, dans une plus large mesure, avoir été imprévus et soudains (par exemple, en réponse à la pandémie ou à l'invasion de l'Ukraine par la Russie) et donc plus coûteux que les futurs déplacements prévus pour répondre aux risques liés à la production et aux chaînes d'approvisionnement.

Tableau A

Part des ventes, de la production et de l'approvisionnement en intrants des entreprises en dehors de l'UE pour l'ensemble de l'échantillon de l'enquête

	Moins de 20 %	20-50 %	Plus de 50 %
Ventes	16	27	20
Production	20	24	18
Approvisionnement en intrants	18	22	22

Source : BCE.

Note : Les chiffres présentés dans le tableau se rapportent au nombre d'entreprises participantes dans chaque catégorie.

L'inversion de la courbe des rendements et son contenu en information dans la zone euro et aux États-Unis

Luís Fonseca, Peter McQuade, Ine Van Robays et Andreea Liliana Vladu

Après la hausse rapide des taux d'intérêt à court terme observée depuis l'année dernière, les courbes des rendements sans risque dans la zone euro et aux États-Unis ont affiché leur inversion la plus prononcée depuis des décennies. L'écart entre les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans et à deux ans dans la zone euro s'est établi à – 0,4 point de pourcentage en septembre, après avoir rebondi ces derniers mois par rapport à un niveau de – 0,8 point de pourcentage, son plus bas niveau depuis 1992 (graphique A, partie a) ^{1,2}. Aux États-Unis, la pente s'est établie à – 0,6 point de pourcentage pour la courbe des rendements des obligations du Trésor américain en septembre, un niveau qui n'avait pas été observé depuis le début des années 1980 (graphique A, partie b). L'inversion de la pente dans les deux juridictions s'explique principalement par une plus forte hausse des taux à court terme que des taux à long terme. Historiquement, une courbe des taux inversée précède généralement une récession, comme l'illustre le graphique A. Le pouvoir prédictif de la pente de la courbe des taux en matière de ralentissement économique sur les horizons à court terme est bien documenté, même si les modèles économétriques courants ne fournissent aucune indication sur la profondeur et la durée d'une récession potentielle ³.

¹ La littérature prend en considération plusieurs échéances pour la pente, mais nous constatons peu de différences statistiques en matière de performance prédictive pour différents choix s'agissant de la zone euro.

² Les taux au comptant des OIS avant 1999 sont rétropolés à l'aide des rendements du Bund. Les résultats restent robustes lorsqu'on utilise les rendements du Bund pour l'échantillon entier, dans la mesure où le pouvoir prédictif pour la zone euro se révèle déterminé par ses grands pays ; « *Do yield curve inversions predict recessions in the euro area?* », *Finance Research Letters*, vol. 52, 2023.

³ Le pouvoir prédictif de la pente de la courbe des taux est documentée pour la zone euro et les États-Unis, ainsi que pour d'autres économies de marché tant avancées qu'émergentes. Un des articles de premier plan paru précédemment dans la littérature est Estrella (A.) et Hardouvelis (G. A.), « *The term structure as a predictor of real economic activity* », *The Journal of Finance*, vol. 46, n° 2, 1991, p. 555-576. Pour des analyses plus récentes, cf. Haubrich (J. G.), « *Does the Yield Curve Predict Output?* », *Annual Review of Financial Economics*, vol. 13, 2021, p. 341-362, et De Backer (B.), Deroose (M.) et Van Nieuwenhuyze (C.), « *Is a recession imminent? The signal of the yield curve* », *NBB Economic Review*, 2019. Sabes (D) et Sahuc (J. G.), *op. cit.*, constatent que la prédiction se réalise dans un délai de six mois à un an et demi pour la zone euro, l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

Graphique A

Pente des courbes des rendements sans risque

a) Zone euro

(pourcentage annuel)



b) États-Unis

(pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg, Haver Analytics, FRED et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : les taux OIS avant 1999 sont extrapolés à partir des rendements des Bunds. Les zones grisées indiquent les périodes de récession dans la zone euro telles que définies par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du CEPR-EABCN (*Centre for Economic Policy Research-Euro Area Business Cycle Network*) ; partie b) : la pente est calculée à l'aide des moyennes mensuelles des données quotidiennes, en utilisant les rendements des billets de trésorerie (*Treasury notes*) à deux ans et à dix ans à échéance constante. Les zones grisées indiquent les périodes de récession aux États-Unis telles que définies par le Comité de datation du cycle conjoncturel du NBER. Les dernières observations pour les deux parties se rapportent à septembre 2023.

Les modèles de probabilité de récession fondés seulement sur la pente de la courbe des rendements indiquent actuellement une probabilité élevée de récession dans la zone euro et aux États-Unis d'ici un an ⁴. Même si la courbe des rendements de la zone euro est moins fortement inversée que celle des États-Unis, la croissance du PIB de la zone devrait se révéler atone à court terme, tandis que l'économie américaine demeurera résiliente. Les modèles probit quantifient le lien entre la pente de la courbe des rendements et la probabilité d'une récession à court terme. Un modèle simple qui n'utilise que les informations contenues dans la pente estime actuellement à près de 50 % la probabilité d'une récession dans la zone euro dans un an (graphique B, partie a, ligne bleue), tandis

⁴ Cette analyse se concentre sur l'horizon à 12 mois, qui fournit une référence indicative. Cependant, les probabilités estimées varient en fonction de l'horizon.

que, pour les États-Unis, le même modèle estime à 40 % la probabilité d'une récession, un niveau légèrement plus bas, mais qui reste le plus élevé depuis des décennies (graphique B, partie b) ⁵.

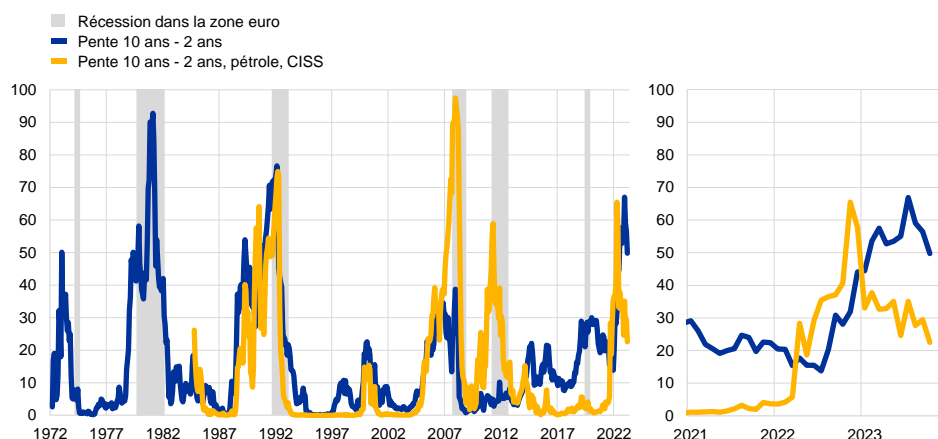
⁵ À titre de comparaison, la probabilité d'une récession dans la zone euro (aux États-Unis) dans un an avec une pente à zéro est de 36 % (22 %). Toutefois, comparer les probabilités de récession estimées entre les deux juridictions n'est pas simple. Une pente négative envoie un signal de récession bien plus fort qu'une pente faible, mais positive en raison de la nature non linéaire du modèle probit. La performance de la pente nominale de la zone euro en matière de prévision des récessions est robuste lorsqu'on contrôle par le niveau des taux d'intérêt (c'est-à-dire lorsqu'on inclut le taux d'intérêt à 3 mois), ce qui est en ligne avec les résultats pour les États-Unis (cf. Bauer (M. D.) et Mertens (T. M.), « [Information in the yield curve about future recessions](#) », *FRBSF Economic Letter*, vol. 20, 2018). Nous utilisons les récessions dans la zone euro telles que définies par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du CEPR-EABCN (*Centre for Economic Policy Research-Euro Area Business Cycle Network*) et les récessions aux États-Unis telles que définies par le Comité de datation du cycle conjoncturel du NBER.

Graphique B

Probabilité de récession à 12 mois sur la base d'indicateurs financiers et des prix du pétrole

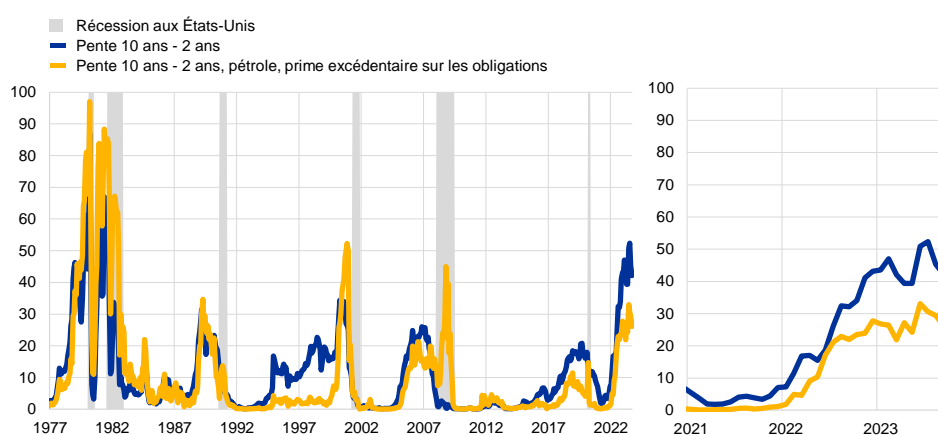
a) Zone euro

(probabilités tirées de modèles)



b) États-Unis

(probabilités tirées de modèles)



Sources : Bloomberg, Haver Analytics, Refinitiv et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : résultats de deux modèles probit estimant les probabilités de récession dans la zone euro à 12 mois. Le premier modèle utilise seulement la pente de la courbe des rendements (10 ans - 2 ans), tandis que le second inclut les prix du pétrole (en log corrigé de sa tendance linéaire) et le niveau de l'indicateur composite de tensions systémiques dans la zone euro (*Composite Indicator of Systemic Stress*, CISS). Les données relatives au Bund étendent l'échantillon jusqu'à avant 1999. Les zones grisées indiquent les périodes de récession dans la zone euro telles que définies par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du CEPR-EABCN (*Centre for Economic Policy Research-Euro Area Business Cycle Network*) ; partie b) : résultats de deux modèles probit estimant les probabilités de récession aux États-Unis à 12 mois. Le premier modèle utilise seulement la pente de la courbe des rendements (10 ans - 2 ans), tandis que le second inclut les prix du pétrole (en log corrigé de sa tendance linéaire) et la prime excédentaire sur les obligations. Les zones grisées indiquent les périodes de récession aux États-Unis telles que définies par le Comité de datation du cycle conjoncturel du NBER. Les dernières observations pour les deux parties se rapportent à septembre 2023.

En intégrant au modèle des indicateurs financiers supplémentaires et les prix du pétrole, on obtient des risques de récession moins élevés dans un contexte d'amélioration de la performance prédictive. Quand les modèles de probabilité de récession sont étendus afin d'inclure les prix du pétrole ainsi que l'indicateur composite de tensions systémiques (*Composite Indicator of Systemic Stress*, CISS) pour la zone euro et la prime excédentaire sur les obligations pour les États-Unis,

leur capacité à prévoir les récessions est améliorée par rapport au modèle simple ⁶. Comme le montre le graphique B, ces modèles étendus suggèrent une probabilité de récession dans 12 mois plus basse quoique toujours élevée, d'environ 25 % dans la zone euro comme aux États-Unis. Pour la zone euro, la valeur plus basse reflète l'inversion de la forte hausse du CISS fin 2022 et une légère baisse des prix du pétrole par rapport aux pics atteints début 2022, qui devraient freiner la croissance dans une moindre mesure que l'année dernière ⁷.

Une autre réserve, dans la situation présente, tient au fait que la pente nominale négative est actuellement déterminée par la courbe des rendements réels, ce qui pourrait affaiblir le signal du modèle simple. Il est difficile de comprendre pourquoi la pente de la courbe des rendements peut informer sur les risques de récession, car elle contient des informations sur les anticipations relatives à la politique monétaire, sur les risques et sur les opinions concernant les perspectives macroéconomiques, éléments qui sont étroitement liés ⁸. Toutefois, l'analyse empirique montre que lorsqu'on décompose la pente de la courbe des rendements nominaux entre compensation de l'inflation extraite des instruments de marché et taux réels, la pente de la courbe de la compensation de l'inflation

⁶ Lorsqu'on les évalue en utilisant la même période d'échantillon, les statistiques relatives à l'adéquation de l'ajustement sont améliorées de manière significative dans le modèle étendu, car le modèle interprète la hausse des prix du pétrole et les tensions systémiques accrues comme des outils robustes de prédiction d'une récession. Le graphique B, partie a) illustre le fait que le modèle étendu anticipe mieux les récessions de la zone euro de 2008 et 2011, qui ont été précédées de valeurs élevées pour les deux variables. Pour une discussion plus détaillée sur les améliorations qui pourraient être apportées aux modèles de probabilités de récession fondés sur la courbe des rendements, cf. Ferrari Minesso (M.), Lebastard (L.) et Le Mezo (H.), « *Text-Based Recession Probabilities* », *IMF Economic Review*, vol. 71, n° 2, 2023, p. 415-438.

⁷ Nous avons également estimé le modèle étendu à partir d'un échantillon plus court qui prend fin avant la pandémie de COVID-19, car l'effondrement économique observé après mars 2020 était imprévisible du point de vue de la courbe des rendements. Plus précisément, le modèle étendu pour la zone euro indique une probabilité plus proche de 15 % (contre 25 % pour l'échantillon complet), tandis que les résultats sont presque inchangés pour les États-Unis.

⁸ La courbe des rendements sans risque capture des informations sur les anticipations relatives à la politique monétaire actuelle et future et sur son lien avec les perspectives macroéconomiques et la compensation demandée par les intervenants de marché pour supporter le risque de taux d'intérêt résultant de l'incertitude qui entoure l'inflation future et les taux réels, c'est-à-dire les primes de terme nominales. Une pente négative peut donc refléter les anticipations par les investisseurs d'une détérioration des perspectives macroéconomiques, d'une baisse de l'inflation et d'une diminution des rendements à mesure que la croissance se ralentit et que la politique monétaire s'assouplit en réaction. Elle peut également refléter les anticipations d'un resserrement excessif de la politique monétaire et d'une inversion rapide de sa trajectoire. Un certain nombre d'autres mécanismes pourraient également être à l'œuvre, comme le canal de la rentabilité attendue qui abaisserait l'offre de crédit et freinerait la croissance dans la mesure où une pente négative entrave la rentabilité des banques en réduisant l'écart entre les taux sur les dépôts à court terme et les prêts à long terme (cf. Minoiu (C.), Schneider (A.) et Wei (M.), « *Why Does the Yield Curve Predict GDP Growth? The Role of Banks* », *Finance and Economics Discussion Series*, vol. 49, 2023).

constitue le meilleur indicateur prédictif⁹. Cela implique que, dans la plupart des cas, les marchés financiers ont intégré une courbe d'inflation inversée, qui semble avoir anticipé un ralentissement de l'économie. Actuellement, la pente négative dans la zone euro et aux États-Unis est essentiellement déterminée par une inversion de la courbe réelle plutôt que par la compensation de l'inflation¹⁰. Étant donné que le modèle ne traite que la courbe totale, et représente par conséquent un effet moyen, on peut s'attendre à ce qu'il surestime potentiellement le risque actuel d'une récession.

L'effet des portefeuilles d'actifs des banques centrales sur les rendements constitue une dernière piste d'interprétation du message de la courbe des taux inversée. Les détentions d'actifs tendent à réduire la pente de la courbe des taux, ce qui peut entraîner des signaux faussés s'agissant des risques de récession¹¹. On peut utiliser des modèles économétriques pour corriger la compression de la pente des primes à terme induite par le programme d'achats d'actifs et le programme d'achats d'urgence face à la pandémie de la BCE¹². La pente ajustée de la courbe des rendements sans risque de la zone euro serait restée positive plus longtemps, mais elle se serait quand même établie à des valeurs légèrement négatives au début de l'été. Cela implique que les derniers chiffres de la pente de la courbe des taux non ajustée pourrait encore surestimer les probabilités de récession¹³. La distorsion du signal de risque de récession tiré de la pente de la courbe des taux s'atténue généralement au fil du temps, avec le reflux des politiques de bilan de la BCE et du Système fédéral de réserve. Toutefois, l'incertitude sur l'ampleur de cet effet est élevée, en particulier parce que le resserrement quantitatif rend l'estimation de la distorsion encore plus difficile que dans la phase d'expansion des bilans.

⁹ Pour les résultats documentés pour les États-Unis, cf. Ajello (A.), Benzoni (L.), Schwinn (M.), Timmer (Y.) et Vazquez-Grande (F.), « *Monetary policy, inflation outlook, and recession probabilities* », *FEDS Notes*, 2022, et Neely (C.), « *What is the probability of a recession? The message from yield spreads* », *On The Economy Blog*, Banque fédérale de réserve de Saint-Louis, 7 septembre 2023. Nous obtenons nos résultats via des décompositions depuis 1992 pour la zone euro et depuis 2004 pour les États-Unis. Les résultats pour la zone euro sont fondés sur les taux des *swaps* indexés sur l'inflation (ILS) de la zone euro depuis 2005 et la rétroprojection des taux réels et des mesures de la compensation de l'inflation extraits des instruments de marché entre 1992 et 2005. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « *Rétropoler les taux réels et les anticipations d'inflation – combiner les mesures extraites des instruments de marché avec les données historiques pour les variables liées* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE 2023. Ces résultats, s'ils donnent des indications, appellent davantage de prudence, car ils sont fondés sur des échantillons plus petits, contiennent moins de périodes d'inflation élevée et, dans le cas de la zone euro, s'appuient sur des mesures moins précises de la compensation de l'inflation au début de l'échantillon.

¹⁰ Il convient de noter que l'on fait ici référence à la pente à dix ans moins deux ans et que la compensation de l'inflation intègre déjà une baisse significative de l'inflation vers des niveaux conformes à la cible au cours des deux prochaines années.

¹¹ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « *L'inversion de la courbe des rendements aux États-Unis et les signaux de récession provenant des marchés financiers* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2020, et Bauer (M. D.) et Mertens (T. M.), *op. cit.*

¹² Cf. Eser (F.), Lemke (W.), Nyholm (K.), Radde (S.) et Vladu (A.L.), « *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve* », *Working Paper Series*, n° 19, BCE, juillet 2023.

¹³ Utiliser les coefficients estimés pour les modèles probit avec la pente de la courbe des taux ajustée des achats d'actifs abaisserait la probabilité estimée d'une récession dans la zone euro dans 12 mois à environ 35 % (contre 50 %) pour le modèle de référence et 15 % (contre 25 %) pour le modèle étendu.

3 Les répercussions sur la zone euro de l'inflation négative récemment observée en Chine

Martina di Sano, Giacomo Pongetti, Tobias Schuler et Seng Guan Toh

Cet encadré examine les répercussions potentielles de l'inflation négative récemment observée en Chine sur les prix à l'importation dans la zone euro.

Les évolutions économiques de la Chine sont transmises aux prix à l'importation dans la zone euro directement via les prix chinois à l'exportation et indirectement via le rôle important de ce pays dans la demande mondiale de matières premières et en tant que principal fournisseur de biens intermédiaires et de biens d'équipement au reste du monde. Le présent encadré conclut à un impact tangible sur les prix à l'importation dans la zone euro, mais à un effet plus limité sur l'environnement d'inflation au sens large dans la zone euro ¹.

Après une forte accélération au cours des deux dernières années, les prix à l'importation dans la zone euro ont diminué ces derniers mois. En juin 2023, les prix annuels à l'importation de biens hors zone euro ont diminué de 14 %, principalement en raison de la baisse rapide des prix à l'importation de l'énergie dans la zone euro. Hors énergie, les prix à l'importation hors zone euro ont baissé d'environ 2 % (graphique A, partie a). Nous évaluons dans quelle mesure la contraction plus marquée des prix à l'importation de biens en provenance de Chine a réduit les tensions inflationnistes dans la zone euro, compte tenu du poids de la Chine dans le panier d'importations de la zone euro (21 %).

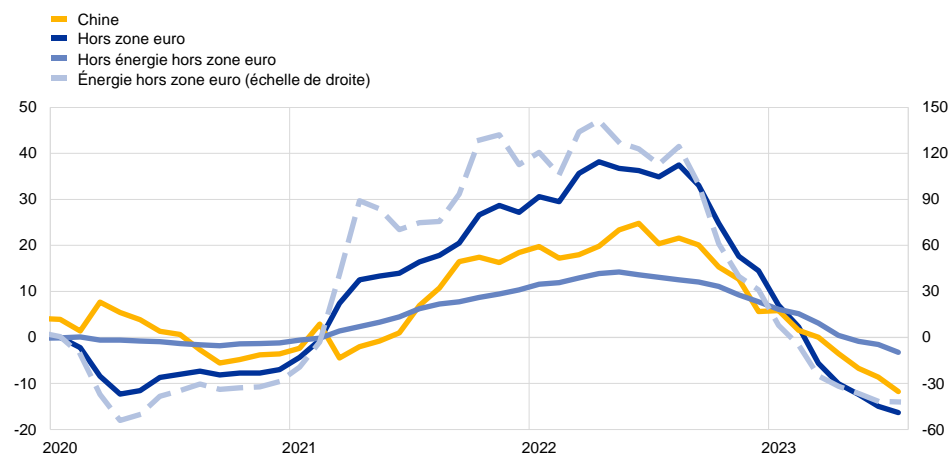
¹ Pour une analyse prospective de l'impact sur la zone euro d'un scénario de risque à la baisse lié à un ralentissement en Chine, cf. l'encadré 3 des « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 14 septembre 2023.

Graphique A

Prix à l'importation des biens hors zone euro et prix à la production en Chine

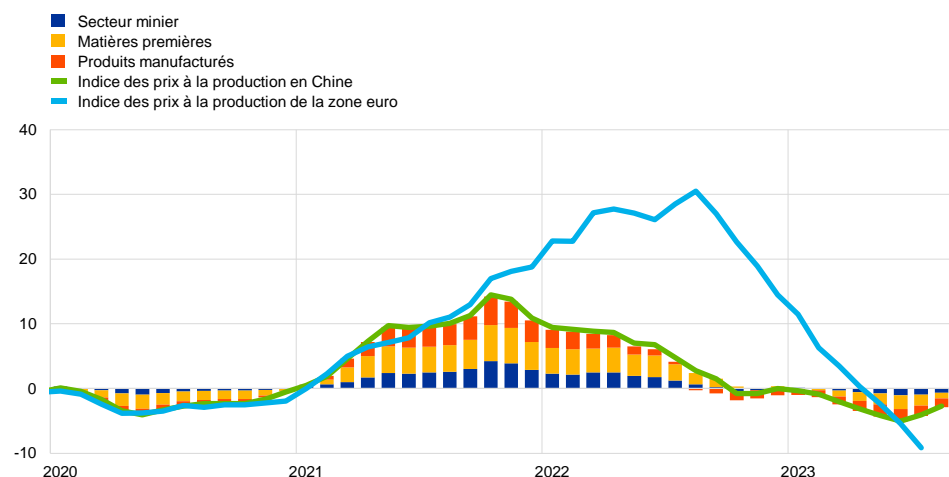
a) Prix à l'importation des biens hors zone euro

(croissance en glissement annuel, pourcentages)



b) Prix à la production en Chine et dans la zone euro

(pourcentages et contributions en points de pourcentage à l'indice des prix chinois à la production)



Sources : Eurostat (pour les prix à l'importation hors zone euro), Bureau national des statistiques de la Chine et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2023 pour l'indice des prix à la production de la Chine et à juillet 2023 pour toutes les autres séries.

La hausse des prix à la production en Chine s'est inscrite sur une tendance baissière depuis le pic atteint au dernier trimestre 2021, reflétant principalement une normalisation des facteurs d'offre et de demande intérieurs au cours de la reprise en Chine après la pandémie.

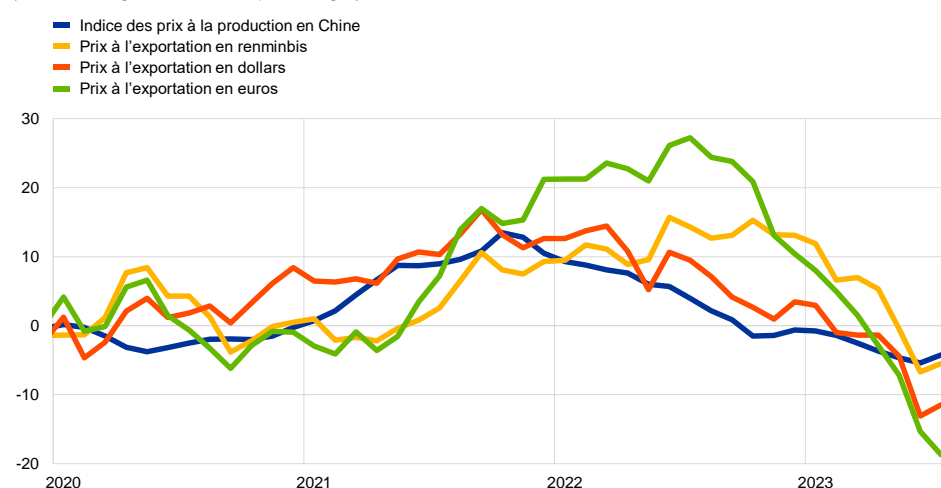
L'indice des prix chinois à la production a fortement augmenté en 2021 en raison d'un net rebond de l'activité après le choc lié à la pandémie de 2020, qui a entraîné une forte hausse du prix du charbon (la principale source d'énergie intérieure) car cette situation coïncidait avec des restrictions imposées par le gouvernement sur la production de charbon. Par la suite, diverses évolutions ont mis un terme aux tendances haussières qui affectaient les prix intérieurs chinois à la production, tandis que les prix à l'exportation de la Chine en 2021 et 2022 étaient encore soutenus par des goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Après avoir atteint un pic fin 2021, la hausse des prix chinois à la production s'est progressivement atténuée, sous l'effet de la baisse des prix du secteur minier, des matières premières et des produits manufacturés (graphique A, partie b). En juillet 2023, les prix à la production en Chine avaient diminué pendant dix mois consécutifs. Du côté de l'offre, les effets de base résultant du changement de politique de la Chine en matière d'extraction de charbon (passant d'une politique de restrictions à une soudaine expansion) ont nettement contribué à la baisse des prix à la production. Du côté de la demande, la chute de l'activité dans le secteur de l'immobilier résidentiel, qui a accentué la baisse des prix des matériaux et ceux des équipements ménagers liés, a contribué à la baisse des prix à la production.

Au fil du temps, la normalisation des prix à la production chinois a contribué à faire baisser les prix à l'importation des biens dans la zone euro. Une part importante des exportations chinoises est libellée en dollars américains, et les prix chinois à l'exportation en dollars américains ont diminué parallèlement à l'indice des prix à la production de la Chine (graphique B). Exprimés en euros, les prix chinois à l'exportation ont baissé de 15 % en juin par rapport au même mois de l'année précédente. Alors que la normalisation des prix chinois à la production a probablement contribué à la modération des prix à l'exportation, les entreprises chinoises auraient également baissé leurs prix pour soutenir leurs ventes dans un contexte de ralentissement de la demande extérieure. Une propagation de la dynamique des prix chinois à l'exportation via des pays tiers pourrait également avoir influencé les prix à l'importation dans la zone euro.

Graphique B Prix à la production et à l'exportation en Chine

(croissance en glissement annuel, pourcentages)



Sources : Bureau national des statistiques de Chine, Conseil de la Réserve fédérale, Administration générale des douanes chinoises (*General Administration of Customs of the People's Republic of China – GACC*) (pour les prix chinois à l'exportation) et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2023.

L'analyse empirique confirme que les chocs d'offre et de demande en Chine peuvent entraîner des répercussions importantes sur les prix des importations de biens hors zone euro. Nous utilisons un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) avec des restrictions de signe pour quantifier le rôle des chocs d'offre et de

demande en Chine sur les prix à l'importation hors zone euro par rapport à d'autres chocs majeurs, tels que ceux liés à la demande mondiale, aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre et à l'offre de matières premières ^{2,3}.

Les résultats montrent que la réponse médiane à un choc de demande en Chine qui ajoute 1 point de pourcentage à la production industrielle chinoise a un impact positif d'environ 0,4 point de pourcentage sur l'indice des prix à la production de la Chine et sur les prix à l'importation hors zone euro, compte tenu de l'amplitude plus élevée des prix à l'importation hors zone euro résultant de leur composante prix de l'énergie plus élevée. La réponse des prix à l'importation hors zone euro est également affectée par l'effet indirect de la hausse des prix mondiaux de l'énergie qui a suivi le choc de demande en Chine. Un choc d'offre positif en Chine semble diminuer l'indice des prix à la production de la Chine de 0,3 point de pourcentage et augmenter les prix à l'importation hors zone euro jusqu'à 0,5 point de pourcentage, l'effet sur les prix à l'importation hors zone euro atteignant son pic au bout d'environ 6 mois (graphique C) ⁴.

² L'analyse inclut les prix à l'importation hors zone euro, la production industrielle et les prix à la production en Chine, les prix des matières premières, la croissance relative de la production industrielle en Chine et dans le reste du monde, ainsi qu'une mesure des goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre. Les chocs d'offre et de demande chinois sont identifiés via leurs différents impacts sur les prix à la production de la Chine. Les chocs d'offre et de demande chinois sont distingués des chocs mondiaux en faisant l'hypothèse que les premiers affectent la production intérieure davantage en Chine que dans le reste du monde. Un choc d'offre positif en Chine devrait également réduire les délais de livraison des fournisseurs au niveau mondial.

³ Le choc sur l'offre de matières premières capture les mouvements des prix mondiaux de l'énergie qui ne s'expliquent pas par les chocs de demande en Chine et au niveau mondial. Les forts mouvements des prix du gaz à l'importation dans la zone euro au cours de ces dernières années ne sont pas identifiables dans cette configuration.

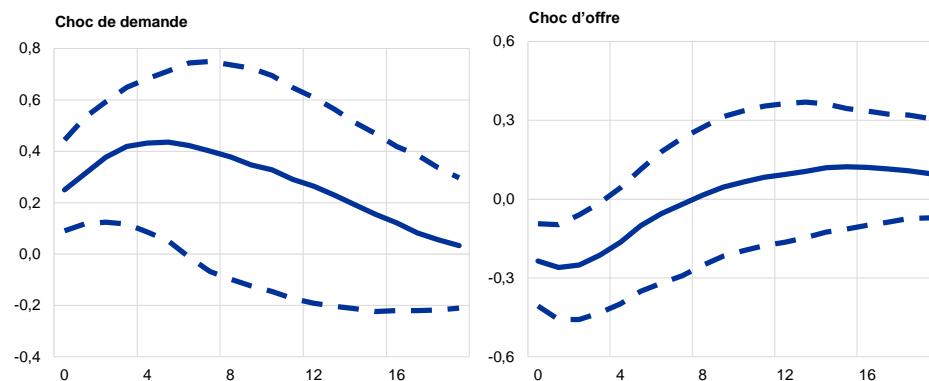
⁴ Les mouvements des prix à l'importation dans la zone euro ont généralement une amplitude plus élevée que les séries des indices des prix chinois à la production. Le choc d'offre chinois identifié affecte par conséquent ces séries volatiles plus fortement que les indices des prix chinois à la production.

Graphique C

Réponses aux chocs d'offre et de demande en Chine

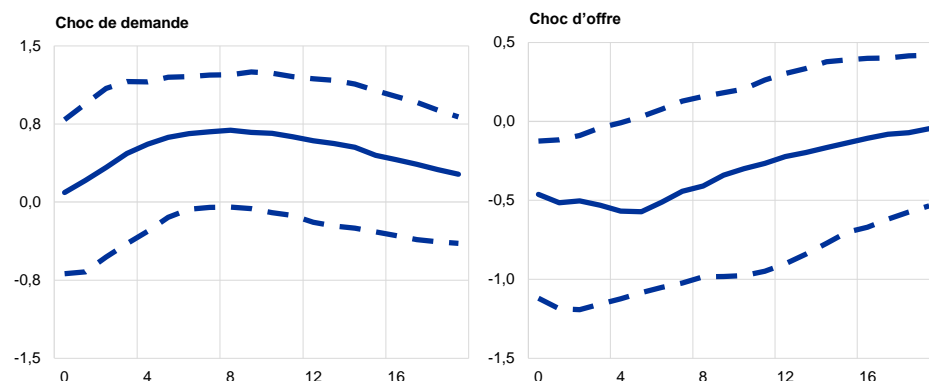
a) Réponse de l'indice des prix à la production en Chine

(axe des abscisses : mois ; axe des ordonnées : variations en %)



b) Réponse des prix à l'importation de biens dans la zone euro

(axe des abscisses : mois ; axe des ordonnées : variations en %)



Sources : Eurostat, Haver, FMI, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), S&P Global et calculs de la BCE.
Notes : Toutes les séries utilisées dans l'analyse empirique sont exprimées en taux de croissance en glissement annuel, à l'exception des délais de livraison des fournisseurs au niveau mondial ressortant de l'indice des directeurs d'achat. Échantillon de l'estimation de janvier 2006 à juin 2023. Restrictions de signe : choc de demande en Chine (+ : croissance relative, production industrielle chinoise, indice des prix à la production en Chine) ; choc d'offre en Chine (0 : prix des matières premières ; + : croissance relative, production industrielle chinoise ; - : délais de livraison des fournisseurs au niveau mondial, indice des prix à la production en Chine, prix à l'importation hors zone euro) ; choc sur l'offre de matières premières (+ : prix des matières premières, indice des prix à la production chinois, prix à l'importation hors zone euro ; - : production industrielle chinoise ; 0 : délais de livraison des fournisseurs au niveau mondial) ; choc de demande mondial (+ : prix des matières premières, production industrielle chinoise, délais de livraison des fournisseurs au niveau mondial ; - : croissance relative) ; choc liés aux goulets d'étranglement mondiaux du côté de l'offre (+ : croissance relative, délais de livraison des fournisseurs au niveau mondial ; - : production industrielle chinoise). Restrictions à l'impact. L'ampleur des chocs est calibrée pour ajouter un point de pourcentage à la production industrielle chinoise. Les lignes en pointillés font référence à des intervalles de confiance à 68 %.

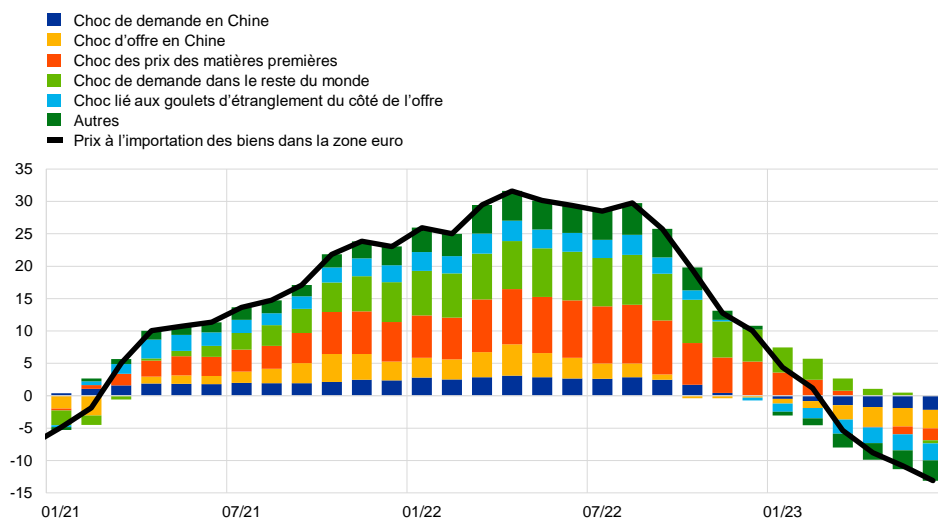
Les chocs intérieurs chinois ont joué un rôle tangible dans la flambée des prix à l'importation hors zone euro depuis 2021 et dans leur inversion au cours des derniers mois.

Les résultats empiriques suggèrent que les chocs d'offre et de demande en Chine cumulés ont contribué à hauteur de 8 points de pourcentage à la hausse des prix à l'importation hors zone euro au cours de cette période, ce qui correspond à environ un quart de l'augmentation totale (graphique D). En juin 2023, les évolutions en Chine ont contribué pour 5 points de pourcentage à la baisse des prix à l'importation hors zone euro. Le reste de la baisse s'explique par une demande mondiale plus faible, par l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et par des chocs négatifs affectant l'offre de matières premières.

Graphique D

Décomposition historique par chocs des prix à l'importation des biens dans la zone euro

(écarts par rapport à l'état d'équilibre, pourcentages et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Haver, FMI, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), S&P Global et calculs de la BCE.

L'impact de la baisse des prix en Chine sur l'inflation totale dans la zone euro est plus limité.

Une estimation correcte de l'impact nécessiterait une modélisation complexe de la chaîne du produit, des prix à l'importation aux prix à la consommation, ce qui n'entre pas dans le champ du présent encadré. Cependant, une approximation très sommaire peut être obtenue en utilisant les estimations du contenu en importations des prix à la consommation dans la zone euro, ce qui correspond à 29 % pour les biens industriels non énergétiques. Il s'agit de la composante de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dont le contenu en importations est le plus élevé de toutes les principales composantes (énergie, produits alimentaires, services et biens industriels non énergétiques) et qui est probablement la plus affectée par les évolutions des principaux partenaires commerciaux, comme la Chine. Ce contenu en importations impliquerait un impact négatif maximum de 1,5 point de pourcentage sur la hausse des prix des biens industriels non énergétiques. Les biens industriels non énergétiques représentant environ un quart de l'IPCH, la hausse de l'IPCH dans la zone euro diminuerait de 0,4 point de pourcentage. Ces premières estimations ne fournissent pas d'informations sur la durée nécessaire pour que cette transmission se matérialise, puisqu'une part importante (43 %) des importations provenant de la Chine sont des biens intermédiaires, de sorte que l'impact sur les prix à la consommation pourrait tarder à se faire pleinement sentir.

4 Structure par secteurs et effets réels de la politique monétaire

Sebastian Hauptmeier et Frédéric Holm-Hadulla

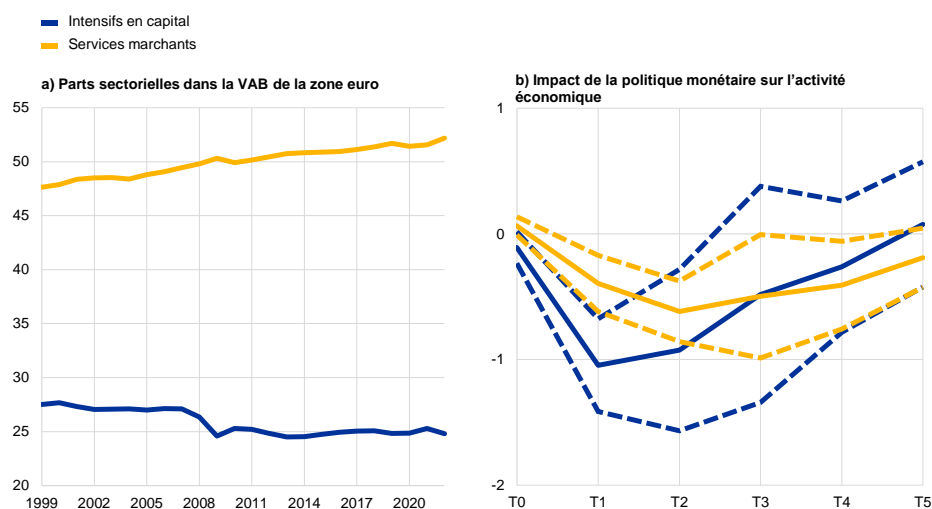
L'intensité en services de l'économie de la zone euro a augmenté depuis le lancement de l'euro.

Entre 1999 et 2022, la part des services marchands dans la valeur ajoutée brute (VAB) de la zone euro a augmenté d'environ 4,5 points de pourcentage, passant d'un peu moins de 48 % à plus de 52 % (graphique A, partie a). Sur la même période, la part dans la VAB de l'industrie (incluant le secteur manufacturier) et de la construction – généralement considérées comme des secteurs relativement intensifs en capital – a baissé d'environ 2,5 points de pourcentage, revenant de 27,5 % environ à 25 % environ.

Graphique A

VAB des secteurs intensifs en capital et des services marchands – évolution et réaction à la politique monétaire

(pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Partie a) : le secteur des services marchands inclut, entre autres, le commerce de gros et de détail, les transports, l'hôtellerie et la restauration, l'information et la communication et les services financiers et immobiliers. Le secteur intensif en capital inclut, entre autres, les industries minières, le secteur manufacturier, la distribution d'énergie et d'eau, et la construction. La partie b) présente l'impact d'un relèvement de 25 points de base des taux directeurs sur une période de cinq ans (T0 à T5). Les lignes en pointillés indiquent les intervalles de confiance à 90 %.

Cet encadré fournit une nouvelle analyse de l'importance de l'intensité en services d'une économie pour la transmission réelle de la politique monétaire.

Les données empiriques suggèrent que la composition sectorielle de la production a des conséquences sur l'impact de la politique monétaire en raison, par exemple, de la sensibilité aux taux d'intérêt plus élevée des secteurs plus intensifs en capital ¹.

¹ Cf., par exemple, Carlino (G.) et DeFina (R.), « *The Differential Regional Effects of Monetary Policy* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 80(4), novembre 1999, p. 572-587 ; et Peersman (G.) et Smets (F.), « *The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area* », *The Economic Journal*, vol. 115(503), avril 2005, p. 319-342.

Cette analyse utilise une ventilation géographique fine du niveau et de la composition de l'activité économique dans la zone euro. Les données proviennent de la base de données ARDECO² de la Commission européenne et se rapportent aux données régionales désagrégées les plus granulaires disponibles (NUTS3, qui correspond approximativement aux grandes villes et aux petites régions). La granularité des données présente deux avantages pour une analyse économétrique des conséquences d'une hausse de l'intensité en services sur la transmission de la politique monétaire. Premièrement, on peut intégrer de nombreux facteurs de confusion qui compliquent généralement l'identification des effets de la politique monétaire au niveau macro. Deuxièmement, la variation résiduelle du niveau et de la composition de l'activité économique à l'échelon régional reste importante même après l'intégration de ces facteurs macro comme variables de contrôle. On utilise la méthode des projections locales pour estimer l'impact dynamique de variations exogènes de la politique monétaire sur l'activité économique régionale³.

La manière dont les réorientations sectorielles affectent la transmission de la politique monétaire est analysée en deux étapes. Premièrement, on compare les effets de la politique monétaire sur la VAB dans les services avec les effets correspondants dans le secteur manufacturier et de la construction (le secteur intensif en capital). Deuxièmement, on estime l'interaction entre l'intensité en services et la transmission de la politique monétaire à la VAB totale. La première étape vérifie si les profils de réponse de différents types d'activité sont hétérogènes et analyse par conséquent si la transmission de la politique monétaire diffère selon les secteurs de l'économie. La seconde étape montre le degré de pertinence de cette hétérogénéité pour déterminer les effets réels de la politique monétaire, c'est-à-dire dans quelle mesure la composition sectorielle de l'économie affecte la transmission de la politique monétaire.

L'impact de la politique monétaire sur les services est significatif, mais plus faible et plus lent que l'impact sur le secteur manufacturier et de la construction. La réaction des services devient visible au cours de l'année qui suit le choc de politique monétaire et, pour un resserrement de 25 points de base, atteint un point bas d'environ 0,6 % au cours de la deuxième année (graphique A, partie b, ligne jaune)⁴. La réaction des services est donc plus faible et plus tardive que celle du secteur manufacturier et de la construction, qui atteint son point bas au cours de la première année et se contracte d'environ 1 % (ligne bleue)⁵. Cette différence est plausible compte tenu de l'impact plus important qu'exerce le canal du taux d'intérêt

² ARDECO est la « base de données régionale annuelle de la Commission européenne » (« *Annual Regional Database of the European Commission* »).

³ Pour plus de détails sur les données et la méthodologie, cf. Hauptmeier (S.), Holm-Hadulla (F.) et Nikalaxi (K.), « *Monetary policy and regional inequality* », *Working Paper Series*, n° 2385, BCE, mars 2020.

⁴ Le modèle est symétrique, des résultats analogues s'appliquent par conséquent à un assouplissement de la politique monétaire.

⁵ Une limite potentielle tient au fait que chacun des deux secteurs (intensif en capital et services) couvre un ensemble différent d'activités économiques, susceptibles de réagir de manière différente à la politique monétaire. Si l'on décompose à leur tour ces groupes, les principaux résultats décrits dans le présent encadré sont préservés. Toutefois, la décomposition la plus granulaire accessible au public au niveau régional regroupe encore, par exemple, l'hôtellerie et la restauration avec les transports et l'entreposage, qui affichent généralement des intensités en capital très différentes.

de la politique monétaire sur les domaines de l'activité économique qui sont plus intensifs en capital et elle est conforme d'un point de vue qualitatif aux analyses réalisées au niveau agrégé ⁶. Dans le même temps, les estimations confirment que les services réagissent d'une manière significative du point de vue statistique et économique aux chocs de politique monétaire, reflétant le fait que (1) les services nécessitent souvent aussi des intrants en capital non négligeables et (2) la politique monétaire est également transmise via d'autres canaux que celui de la sensibilité du capital aux taux d'intérêt ⁷.

Par conséquent, une intensité en services plus élevée freine la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle à court terme, mais cet effet modérateur est faible. En ligne avec les réactions hétérogènes selon les secteurs, l'impact de la politique monétaire sur le PIB s'atténue à mesure que s'accroît l'intensité en services de l'économie (graphique B). L'effet est statistiquement significatif pendant environ deux ans après le choc et, à son pic de l'année 2, il atténue l'effet réel d'un resserrement de 25 points de base de la politique monétaire d'environ 1 point de base pour chaque point de pourcentage ajouté à la part de services. La hausse observée de la part de services dans l'économie de la zone euro depuis le lancement de l'euro est d'environ 4,5 points de pourcentage, ce qui implique un effet modérateur d'environ 4 points de base. Ce niveau est inférieur à 10 % de la réaction maximale du PIB au même choc ⁸.

⁶ D'autres facteurs ont également connu des évolutions importantes pendant la durée de vie de l'euro et pourraient entraîner une hétérogénéité transsectorielle en matière de transmission. Par exemple, la hausse des niveaux de dette des ménages peut avoir accentué la puissance de la politique monétaire (cf. par exemple, Kim (Y.) et Lim (H.), « *Transmission of monetary policy in times of high household debt* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 63, mars 2020).

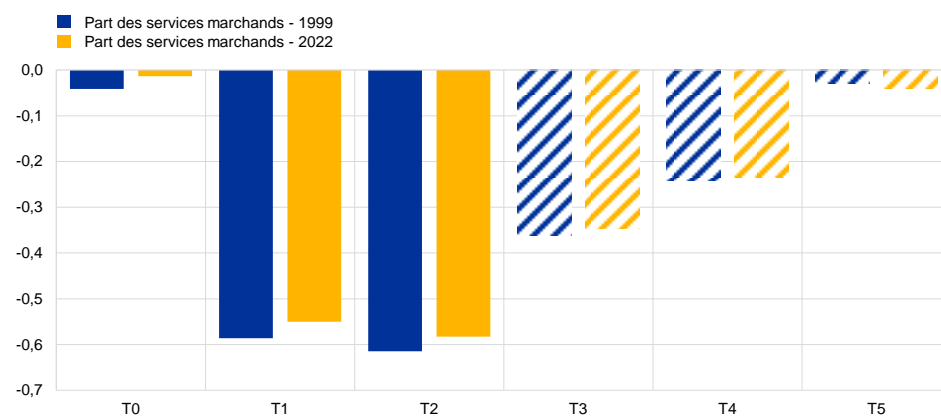
⁷ Par exemple, la combinaison d'une concurrence imparfaite et de rigidités des prix peut accentuer les effets réels exercés par la politique monétaire sur le secteur abrité (qui tend à être principalement composé de services) ; cf. Lane (P.R.) « *Inflation in open economies* », *Journal of International Economics*, vol. 42(3-4), mai 1997, p. 327-347.

⁸ Pour d'autres éléments concernant le rôle limité de l'intensité en services dans la détermination de la transmission réelle de la politique monétaire, cf. Coeuré (B.), « *The rise of services and the transmission of monetary policy* », discours prononcé lors de la 21^{ème} Conférence de Genève sur l'économie mondiale, mai 2019.

Graphique B

Effet d'un accroissement de l'intensité en services sur la transmission de la politique monétaire

(pourcentages)



Sources : BCE, Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Le graphique présente l'impact d'un relèvement de 25 points de base des taux directeurs sur une période de cinq ans (T0 à T5), en fonction de la part de services prévalant en 1999 et 2022, respectivement. Cela correspond à la somme du coefficient de pente du taux de la politique monétaire et du coefficient d'un terme d'interaction entre le taux de politique monétaire et la part des services. Sinon, la spécification est identique à l'équation 1 dans Hauptmeier (S.), Holm-Hadulla (F.) et Nikalaxi (K.), *op. cit.* Les barres pleines indiquent que les effets sont significatifs à un niveau de 10 % au moins.

5 Les déterminants des évolutions récentes des anticipations relatives à l'activité des entreprises dans les différents secteurs

Niccolò Battistini et Pedro Neves

Les anticipations relatives à l'activité des entreprises se sont détériorées depuis mi-2022, leur recul étant intervenu avant le ralentissement de la croissance économique dans la zone euro. Selon l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises, les anticipations à court terme relatives à l'activité économique ont diminué en glissement annuel depuis le troisième trimestre 2022. Cette détérioration a constitué un signe annonciateur du ralentissement de l'activité économique qui a suivi dans la zone euro, à un rythme toutefois différent selon les secteurs. Cet encadré analyse un nouvel indice composite ascendant (*bottom-up*) des anticipations relatives à l'activité des entreprises dans les différents secteurs. Il évalue également le rôle joué par les déterminants structurels de l'indice en utilisant des données désagrégées sur les anticipations et les limites à la production tirées de l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises.

L'indice composite ascendant des anticipations relatives à l'activité des entreprises est un bon indicateur avancé du PIB en volume. Cet indice est calculé comme la moyenne pondérée du solde des réponses à l'enquête sur les anticipations à court terme de l'activité dans trois secteurs principaux : les prévisions de production à trois mois pour le secteur manufacturier, les anticipations de demande à trois mois pour le secteur des services et une évaluation des carnets de commandes pour le secteur de la construction ¹. L'indice composite, mesuré au cours du premier mois de chaque trimestre, est fortement corrélé avec le taux de croissance en glissement annuel du PIB en volume au cours du même trimestre, de même que des indices plus larges tels que l'indicateur du climat économique de la Commission européenne et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production de S&P Global (tableau A) ². Au niveau sectoriel, chaque composante est également fortement corrélée avec les données relatives à la valeur ajoutée dans le secteur, et les corrélations sont semblables à celles présentées dans le tableau A.

¹ Les pondérations sont fondées sur les parts des secteurs dans la valeur ajoutée brute totale après exclusion des activités de services non marchands (incluses dans la classification NACE Rev. 2 sous les rubriques O, P et Q, et correspondant à l'administration publique, la défense, l'éducation, la santé humaine et l'action sociale). Une fois recalculées, les pondérations représentent environ 22 % pour le secteur manufacturier, 7 % pour le secteur de la construction et 71 % pour le secteur des services.

² Dans l'ensemble, les indices de confiance et les indices tirés d'enquêtes sont connus pour présenter de bonnes corrélations avec les données quantitatives sur les taux de croissance en glissement annuel. Cf. par exemple les éléments présentés par Camacho (M.) et Perez-Quiros (G.), « *Introducing the euro-sting: Short-term indicator of euro area growth* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, n° 4, p. 663-694, mai 2010.

Tableau A

Corrélations historiques entre les indicateurs tirés d'enquêtes et la croissance du PIB en volume

Coefficient de corrélation	Anticipations relatives à l'activité économique	Indicateur du climat économique	Indice des directeurs d'achat
Du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2023	0,76	0,79	0,76
Du premier trimestre 1999 au dernier trimestre 2019.	0,87	0,91	0,86

Sources : Commission européenne (DG-ECFIN), *S&P Global* et calculs de la BCE.

Notes : La corrélation est calculée entre les indicateurs tirés d'enquêtes aux niveaux normalisés du premier mois de chaque trimestre et les taux de croissance annuels du PIB en volume pour le même trimestre. Sur un point connexe, non présenté dans le tableau, il convient de noter que la corrélation entre la variation en glissement annuel des indicateurs d'enquête normalisés et le taux de croissance du PIB en volume en glissement annuel est légèrement plus faible sur l'échantillon antérieur à la pandémie. Toutefois, elle s'est renforcée depuis le début de la pandémie, reflétant relativement bien la dynamique de croissance du PIB en volume en glissement annuel dans la reprise post-pandémique.

Un modèle empirique est utilisé pour évaluer l'impact des déterminants structurels sur les anticipations relatives à l'activité des entreprises.

Un modèle vectoriel autorégressif structurel bayésien (BSVAR) est estimé pour chaque secteur, puis agrégé pour quantifier l'impact des déterminants structurels de l'indice composite. Le modèle inclut des mesures des anticipations des entreprises en matière d'activité et de prix, ainsi que des perceptions concernant les facteurs qui limitent la production – demande de produits, conditions financières, pénuries de main-d'œuvre, pénuries de matériaux et/ou d'équipements, et/ou autres facteurs (liés, par exemple, à la réglementation ou, plus récemment, à des évolutions liées à la pandémie). Il utilise des restrictions de signe et de grandeur pour identifier trois chocs de demande (demande de produits, conditions financières et autre demande) et trois chocs d'offre (main-d'œuvre, matériaux et autre offre) ³.

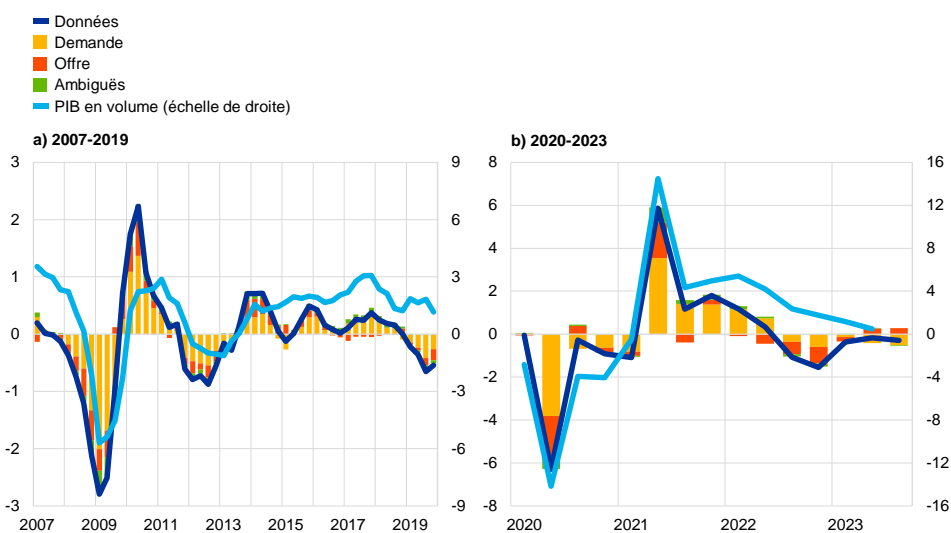
Le modèle montre que les tendances récentes des anticipations relatives à l'activité des entreprises résultent d'une détérioration de la demande, en partie contrebalancée par une reprise de l'offre. Les anticipations des entreprises ont diminué durant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine dans la zone euro, principalement en raison de facteurs de demande (graphique A, partie a). Plus récemment, elles ont diminué en 2020 en raison du déclenchement de la pandémie, mais se sont redressées en 2021 avec la réouverture de l'économie (graphique A, partie b). Dans ce cas également, les facteurs de demande ont été les principaux déterminants des anticipations, les facteurs d'offre jouant également un rôle important. Toutefois, selon le modèle, les anticipations des entreprises se sont affaiblies fin 2022, principalement en raison de facteurs d'offre. Cette baisse des anticipations a constitué un signe annonciateur de la récente modération de la

³ Toutes les variables sont d'abord normalisées puis différenciées. S'agissant des chocs structurels, la demande de produits, les conditions financières et les autres chocs de demande, qui sont inclus dans la demande agrégée, augmentent l'activité et les prix. Les chocs sur l'offre de main-d'œuvre, de matériaux et les autres chocs d'offre, qui font partie de l'offre agrégée, augmentent l'activité, mais réduisent les prix. Chaque choc induit la plus forte réduction de la limite spécifique à son facteur. Le modèle BSVAR est estimé à l'aide d'une sélection préalable, d'un ajustement de l'hétéroscédasticité lié à la COVID-19 et de restrictions de signe et de grandeur. Pour plus de détails sur la sélection préalable, cf. Giannone (D.), Lenza (M.) et Primiceri (G.E.), « *Prior Selection for Vector Autoregressions* », *The Review of Economics and Statistics* ; vol. 97, n° 2, 2015, p. 436-451. Pour plus de détails sur l'ajustement de l'hétéroscédasticité lié à la COVID-19, cf. Lenza (M.) et Primiceri (G.E.), « *How to estimate a vector autoregression after March 2020* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, juin/juillet 2022, p. 688-699.

dynamique de croissance du PIB en volume. Au cours de la période d'un an s'achevant au troisième trimestre 2023, les anticipations des entreprises ont été freinées par l'atonie de la demande, en partie compensée par une offre favorable. Les résultats obtenus à l'aide de ce modèle attribuent plus d'importance aux facteurs de demande que d'autres études, qui montrent que les facteurs d'offre ont joué un rôle plus important dans l'activité des entreprises, en particulier dans le sillage de la pandémie en 2020. Cela peut refléter des hypothèses de modélisation différentes, le caractère prospectif des indicateurs fondés sur les anticipations ou le fait que d'autres études ont examiné l'économie dans son ensemble, ce qui est plus large que les secteurs couverts dans le présent encadré ⁴.

Graphique A Déterminants historiques des anticipations relatives à l'activité économique

(variations en glissement annuel, contributions en points de pourcentage, soldes normalisés)



Sources : Commission européenne (DG ECFIN) et calculs de la BCE.

Notes : L'indicateur composite des anticipations d'activité est calculé comme la moyenne pondérée des indices des anticipations à trois mois de la production et de la demande dans le secteur manufacturier et le secteur des services, respectivement, et de l'évaluation des carnets de commandes dans le secteur de la construction. Le modèle BSVAR est estimé à l'aide d'une sélection préalable, d'un ajustement de l'hétéroscédasticité lié à la COVID-19 et de restrictions de signe et de grandeur. L'échantillon est basé sur les données pour la zone euro du premier trimestre 1999 au troisième trimestre 2023. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2023.

La décomposition granulaire fondée sur un modèle suggère que le durcissement des conditions financières et le fléchissement de la demande de produits ont été les principaux freins aux anticipations en matière d'activité au troisième trimestre 2023. En glissement annuel, au troisième trimestre 2023, les anticipations des entreprises du secteur manufacturier et de la construction se sont

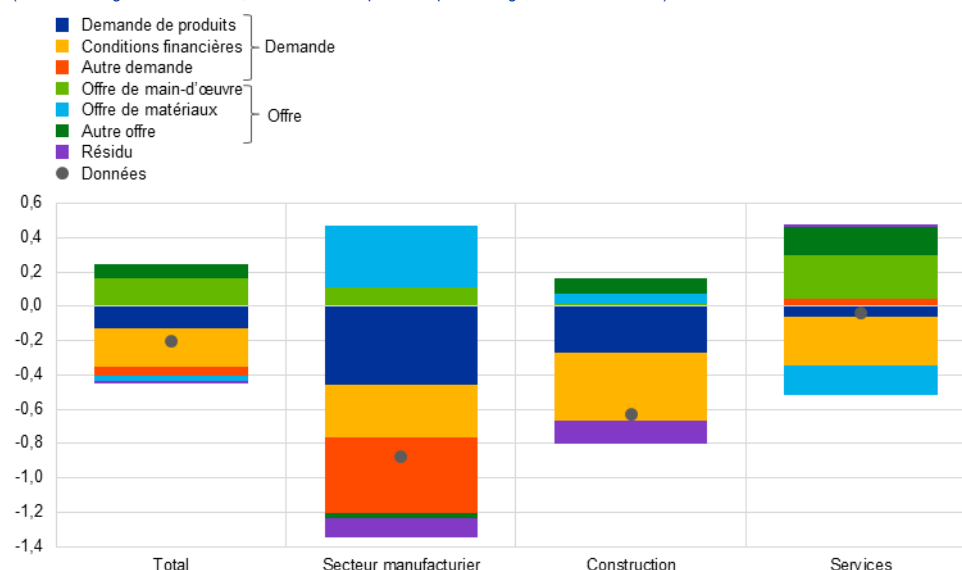
⁴ Ces raisons – combinées à des différences dans le nombre de variables, le nombre de chocs restreints, l'échantillon considéré et le traitement statistique de la période de COVID-19 – expliquent la différence par rapport, par exemple, aux résultats présentés dans l'encadré intitulé « Une évaluation fondée sur un modèle des déterminants de l'activité économique » dans l'article intitulé « [Le rôle de l'offre et de la demande dans la reprise post-pandémique en zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023, et l'encadré intitulé « [Les perturbations des chaînes d'approvisionnement : quels effets sur l'économie mondiale ?](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021. Toutefois, les résultats de cet encadré sont conformes à ceux présentés dans des études fondées sur des données prospectives tirées de l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, telles que celles examinées dans l'article intitulé « [Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, 2022.

détériorées plus fortement que celles des entreprises du secteur des services. Cela est principalement dû à la détérioration des conditions financières, qui a affecté les trois secteurs (graphique B). Les anticipations ont également subi les effets défavorables de la demande de produits, en partie en raison de la poursuite du déstockage par les industries. Toutefois, elles ont été soutenues par une reprise de l'offre (de matériaux en particulier) dans les secteurs manufacturier et de la construction. Elles ont également bénéficié d'une offre de main-d'œuvre favorable et d'autres facteurs d'offre liés à des effets de réouverture persistants dans le secteur des services⁵.

Graphique B

Déterminants des anticipations relatives à l'activité des entreprises par secteur et décomposition des chocs au troisième trimestre 2023

(variations en glissement annuel, contributions en points de pourcentage, soldes normalisés)



Sources : Commission européenne (DG ECFIN) et calculs de la BCE.

Notes : L'indicateur composite des anticipations d'activité est calculé comme la moyenne pondérée des indices des anticipations à trois mois de la production et de la demande dans le secteur manufacturier et le secteur des services, respectivement, et de l'évaluation des carnets de commandes dans le secteur de la construction. Le modèle BSVAR est estimé à l'aide d'une sélection préalable, d'un ajustement de l'hétéroscédasticité lié à la COVID-19 et de restrictions de signe et de grandeur. L'échantillon est basé sur les données pour la zone euro du premier trimestre 1999 au troisième trimestre 2023.

Une analyse plus approfondie des sous-secteurs fournit des indications plus détaillées sur les évolutions entre les secteurs. Le graphique C présente une vue d'ensemble de la décomposition fondée sur un modèle entre les principaux groupes du secteur industriel et les services aux consommateurs, estimée séparément à partir du regroupement ascendant de l'indice composite, pour le troisième trimestre 2023. Tous les groupes du secteur manufacturier ont été affectés par le durcissement des conditions de financement, tandis que la faible demande de produits a principalement affecté les biens intermédiaires et les biens d'équipement (plus étroitement liés à l'investissement) plutôt que les biens de consommation (plus

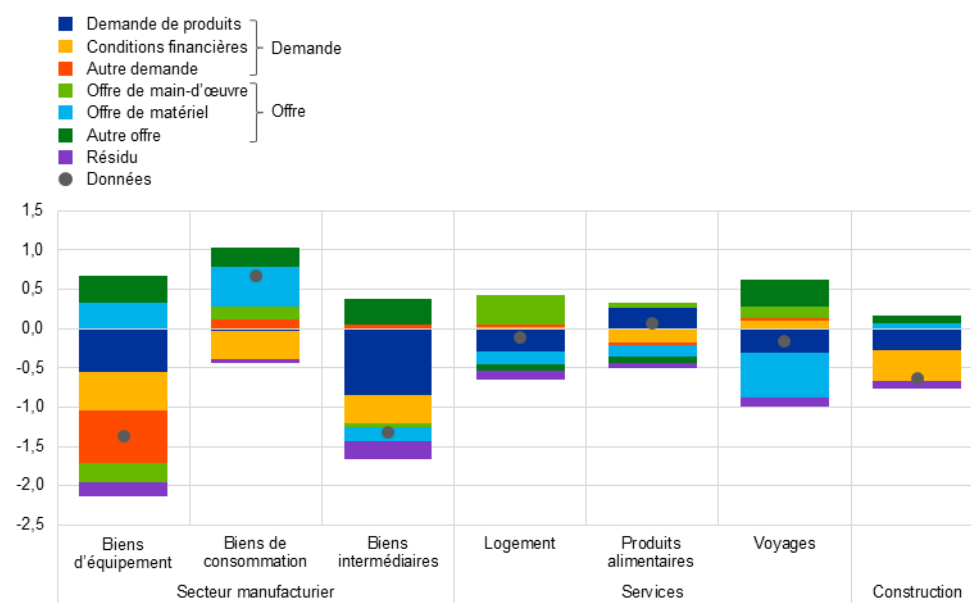
⁵ Ces résultats sont conformes aux [principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières](#).

étroitement liés à la consommation finale des ménages) ⁶. Le sous-secteur des biens d'équipement a été affecté par d'autres facteurs de demande, peut-être en raison des obstacles liés à la transition verte dans le secteur automobile ⁷. Les services à la consommation ont bénéficié d'effets d'offre de main-d'œuvre positifs, principalement dans le secteur de l'hébergement, mais ont pâti des effets négatifs décalés de la faiblesse de l'offre de matériaux, principalement dans le secteur des voyages.

Graphique C

Déterminants des anticipations relatives à l'activité des entreprises par sous-secteur et ventilation des chocs au troisième trimestre 2023

(variations en glissement annuel, contributions en points de pourcentage, soldes normalisés)



Sources : Commission européenne (DG ECFIN) et calculs de la BCE.

Notes : L'indicateur composite des anticipations d'activité est calculé comme la moyenne pondérée des indices des anticipations à trois mois de la production et de la demande dans le secteur manufacturier et le secteur des services, respectivement, et de l'évaluation des carnets de commandes dans le secteur de la construction. Le modèle BSVAR est estimé à l'aide d'une sélection préalable, d'un ajustement de l'hétéroscédasticité lié à la COVID-19 et de restrictions de signe et de grandeur. L'échantillon est basé sur les données pour la zone euro du premier trimestre 1999 au troisième trimestre 2023.

Dans l'ensemble, le modèle fournit une évaluation des facteurs qui déterminent les anticipations relatives à l'activité des entreprises dans les différents secteurs et la trajectoire correspondante de la croissance du PIB en volume dans la zone euro. Si l'amélioration des facteurs d'offre devrait soutenir l'activité, la détérioration des conditions financières et la baisse de la demande dans l'ensemble des secteurs assombrissent les perspectives de l'industrie manufacturière pour le troisième trimestre 2023. À l'avenir, malgré une plus forte résilience des anticipations relatives aux services, la dissipation progressive des

⁶ En ligne avec les conclusions du modèle, les [principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières](#) montrent que les producteurs de biens intermédiaires ont particulièrement souffert de la baisse de la demande depuis début 2023, en raison de la poursuite du déstockage tout au long de la chaîne d'approvisionnement.

⁷ Une décomposition modélisée du secteur automobile montre que le secteur a été affecté par d'autres chocs de demande, qui ont précédé le déclenchement de la pandémie et sont devenus prédominants depuis début 2023. Une analyse plus approfondie de l'industrie automobile est disponible dans l'encadré intitulé « [Le secteur automobile : expliquer la baisse de la production et la hausse des prix](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2022.

effets favorables de la réouverture et l'impact négatif croissant du durcissement des conditions financières orientent les anticipations à la baisse.

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

Gwenaël Le Breton, Richard Morris, Moreno Roma, Desislava Rusinova et Octavia Hedwig Zahrt

Cet encadré présente une synthèse des conclusions des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 56 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 25 septembre et le 5 octobre 2023 ¹.

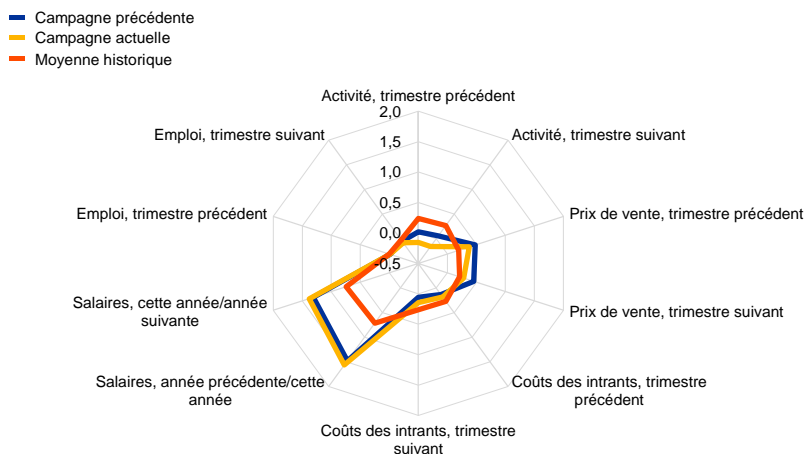
En moyenne, les personnes contactées ont fait état d'une détérioration de l'activité, cohérente avec une légère contraction de la production aux troisième et quatrième trimestres 2023, ainsi que d'un ralentissement de la hausse des prix (graphique A). Comme lors des derniers trimestres, de nombreuses différences ont continué d'être constatées s'agissant des niveaux déclarés et de la croissance de l'activité. Les secteurs avec des résultats médiocres sont restés faibles plus longtemps que prévu, tandis que dans ceux enregistrant de meilleures performances, certains moteurs de la croissance ont commencé à s'essouffler. L'emploi a été stable, mais ses perspectives se sont légèrement détériorées. Dans le même temps, la hausse des prix a continué de se modérer dans un contexte de stabilité des coûts des intrants, et les tensions salariales devraient rester fortes, même si un léger ralentissement de la croissance des salaires est attendu pour 2024.

¹ Pour plus d'informations sur la nature et l'objectif de ces contacts, cf. l'article intitulé « [Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

Graphique A

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

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



Source : BCE.

Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE dans leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles de l'activité (ventes, production et commandes), des coûts des intrants (matériaux, énergie, transport, etc.) et des prix de vente, ainsi qu'à propos des évolutions annuelles des salaires. Les scores vont de -2 (baisse significative) à +2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun changement ne s'est produit. Pour la campagne actuelle, le trimestre précédent se rapporte au troisième trimestre 2023 et le trimestre suivant au quatrième trimestre 2023, tandis que pour la campagne précédente, il s'agissait du deuxième et du troisième trimestres 2023. En janvier et mars/avril, les discussions avec les personnes contactées au sujet des évolutions des salaires se concentrent généralement sur les perspectives pour l'année en cours par rapport à l'année précédente, tandis que celles qui se déroulent en juin/juillet et septembre/octobre portent sur les perspectives pour l'année suivante par rapport à l'année en cours. La moyenne historique reflète une moyenne des scores calculée en utilisant des synthèses des contacts antérieurs en remontant jusqu'en 2008.

Dans le secteur industriel, l'activité est restée atone ou s'est contractée pour les biens intermédiaires, les biens de consommation durables et la construction.

Les personnes contactées ont déclaré que les ventes de biens de consommation électroniques et de biens durables aux ménages sont restées faibles ou se sont inscrites en baisse, la demande étant réduite par la contraction des revenus des ménages et le fait que les achats de ce type de produits avaient été anticipés durant la pandémie de COVID-19. Conjuguée à l'activité faible et en recul dans le secteur de la construction et à l'ajustement des stocks en cours dans certaines parties de la chaîne d'approvisionnement, cette situation s'est traduite par une faiblesse persistante de la demande pour de nombreux biens intermédiaires. Les producteurs et les distributeurs d'acier, de produits chimiques et de matériaux de construction, en particulier, ont fait état d'une forte contraction de l'activité. Celle-ci a mieux résisté dans d'autres compartiments du secteur manufacturier. Pour la plupart des biens de consommation non durables, la demande a été relativement stable, des poches de croissance étant même observées. En outre, l'activité dans les secteurs automobile et des biens d'équipement est restée forte ou s'est inscrite en hausse, grâce à la résorption des arriérés de commande liés aux perturbations antérieures de l'offre. Toutefois, les carnets de commandes diminuent dans certains secteurs, en particulier dans l'automobile, laissant présager des réductions de la production plus tard dans l'année ou début 2024 si la demande ne se redresse pas.

La faiblesse persistante de la demande de biens s'est reflétée dans l'atonie de l'activité dans le transport et la vente au détail, tandis que le tourisme et les services numériques ont continué d'enregistrer une croissance soutenue.

Le transport maritime et routier et l'activité d'entreposage ont continué de fléchir au

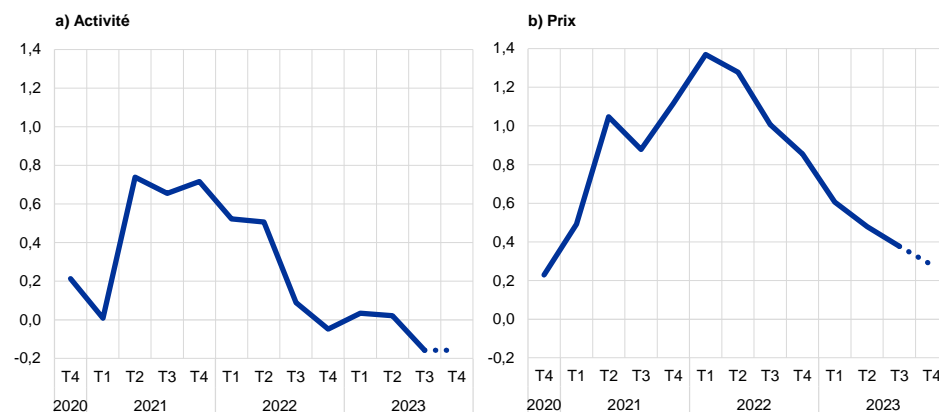
troisième trimestre, de nombreuses entreprises essayant toujours de réduire le fonds de roulement. Le rebond saisonnier traditionnel du transport maritime mondial entre août et septembre lié au transport de biens en prévision de Noël a été beaucoup plus faible qu'habituellement, selon les observations. S'agissant du commerce de détail de produits alimentaires, les consommateurs ont continué de privilégier les magasins discount et les produits les moins chers (*downtrading*). Toutefois, certains commerçants se sont montrés plus optimistes quant à une reprise des dépenses au cours des derniers mois de l'année, dans la mesure où les ménages devraient ressentir de plus en plus les bénéfices des hausses de salaire. Les personnes contactées dans les secteurs du tourisme et du transport aérien de passagers ont fait état d'une saison estivale très positive, l'activité touristique ayant égalé ou même dépassé ses niveaux d'avant la pandémie et les contraintes d'offre s'étant atténuées. Dans ce contexte, le coût plus élevé des voyages longue distance a profité au tourisme intra-européen. Les prévisions pour 2024 prennent pour hypothèse une croissance qui se poursuit, mais se ralentit. L'activité dans les services numériques a continué de croître fortement, soutenue en partie par la volonté croissante des entreprises de recourir à des solutions d'intelligence artificielle pour contenir la hausse des coûts de main-d'œuvre, notamment pour les fonctions administratives qualifiées. Toutefois, même dans ce secteur en croissance rapide, certaines personnes contactées ont fait état de négociations longues pour les ventes et d'une diminution de la demande en provenance d'entreprises nouvelles et plus petites. Il a été indiqué que la demande de services de conseil plus traditionnels a également reculé, les clients suspendant les projets.

Globalement, les personnes contactées se sont montrées assez pessimistes quant aux perspectives pour le reste de l'année 2023 et, dans certains cas, pour 2024 (graphique B, partie a). Tandis que les facteurs favorables liés à la diminution des contraintes d'offre se sont atténués, des facteurs défavorables ont persisté en raison de la réduction des revenus réels entraînée par l'inflation et la hausse des taux d'intérêt. Certains contacts ont par conséquent reporté au second semestre 2024 leurs anticipations relatives à un rebond significatif de l'activité globale. Même si de nombreuses sociétés contactées les attendent, les signes d'une reprise agrégée des dépenses de consommation ne se sont pas encore matérialisés.

Graphique B

Évolution des opinions sur les évolutions et les perspectives en matière d'activité et de prix

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



Source : BCE.

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

Les personnes contactées ont décrit un environnement relativement stable pour l'emploi, qui montre également des signes de ralentissement à l'avenir.

De nombreuses personnes contactées ont déclaré que les entreprises se montrent prudentes en matière de réduction des effectifs même dans les secteurs où l'activité fléchit, car il n'apparaît pas judicieux de se séparer de personnel qualifié quand le marché du travail demeure tendu dans de nombreux pays. Dans de nombreux cas, l'ajustement du facteur travail – si nécessaire – a plutôt été réalisé en recourant moins à du personnel intérimaire, en réduisant le nombre d'heures travaillées ou en utilisant les dispositifs de chômage partiel financés par l'État. Les agences pour l'emploi ont fait état d'un ralentissement de la demande de postes, en particulier dans le secteur manufacturier et celui de la logistique. De nombreuses entreprises ont réduit, ou prévu de réduire les effectifs en remplaçant seulement partiellement les membres du personnel ayant pris leur retraite ou quitté la société. Cela vaut en particulier pour les cols bleus et les postes administratifs.

La croissance des prix de vente a continué de se modérer en moyenne au troisième trimestre, une poursuite de cette tendance étant également attendue pour le quatrième trimestre (graphique B, partie b).

Le tableau d'ensemble continue de masquer une grande hétérogénéité reflétant des différences entre les secteurs s'agissant des conditions de la demande et de l'offre et des tensions sur les coûts. Les prix ont continué d'augmenter ces derniers mois dans les secteurs où l'offre a rattrapé la demande, notamment les secteurs des biens d'équipement, de l'automobile et du tourisme et des voyages. Toutefois, la plupart des personnes contactées dans ces secteurs prévoient à présent un ralentissement de la croissance des prix ou une stabilisation de ceux-ci, avec le retour d'un équilibre entre la demande et l'offre. En revanche, la plupart des personnes contactées dans le secteur des biens de consommation non durables et dans la majeure partie des services aux entreprises et aux consommateurs anticipent la poursuite de la

croissance des prix, dans la mesure où les augmentations des coûts des intrants, liées en particulier aux salaires, sont répercutées sur les prix pour maintenir les marges. Les perspectives sont contrastées pour le secteur de l'agroalimentaire, en fonction de la mesure dans laquelle les tensions antérieures sur les coûts ont déjà été intégrées. Toutefois, les prix de détail des produits alimentaires devraient légèrement diminuer au cours des prochains mois. Les personnes contactées dans de nombreux compartiments des secteurs de la construction, des biens intermédiaires et des biens de consommation durables, ainsi que celles opérant dans le transport de biens ont pour la plupart fait état de prix bas et/ou en baisse. Cette évolution est liée aux faibles niveaux de la demande et à la baisse ou à la stabilisation des coûts des matériaux qui reflètent la baisse des prix de nombreuses matières premières depuis l'année dernière, ce qui a atténué les tensions immédiates sur les coûts subies par les secteurs à forte intensité en intrants.

La croissance des salaires est restée forte, mais devrait se modérer légèrement l'année prochaine. En prenant une simple moyenne des points médians des indications quantitatives fournies, les personnes contactées ont anticipé une baisse de la croissance des salaires, qui reviendrait d'environ 5,6 % en 2023 à 4,9 % en 2024. Ces chiffres sont très proches des anticipations moyennes enregistrées trois mois plus tôt. Si l'effet retardé des négociations (pluriannuelles) passées continue d'exercer une forte tension à la hausse sur les salaires pour l'année prochaine, le ralentissement de l'inflation et l'atonie des perspectives de la demande devraient, selon certains, modérer les revendications salariales ou renforcer la capacité des entreprises à s'y opposer.

Le durcissement des conditions de financement depuis l'été dernier a eu un effet beaucoup plus prononcé sur le secteur industriel que sur celui des services (graphique C, partie a). Lors de cette campagne, il a été demandé aux participants a) comment les modifications du coût et de la disponibilité des financements depuis mi-2022 avaient affecté l'activité de leur entreprise au cours des 12 derniers mois, b) si elles anticipaient un effet plus ou moins prononcé de ces modifications sur l'activité au cours des 12 prochains mois et c) quels étaient les principaux facteurs qui sous-tendaient cette évaluation. La répartition était à peu près égale entre les personnes contactées indiquant que le durcissement des conditions de financement n'avait pas affecté l'activité de leur entreprise et celles faisant état d'un effet négatif. Les premiers appartenaient principalement au secteur des services et les seconds au secteur industriel. Les personnes contactées ayant indiqué que le durcissement des conditions de financement n'avait pas d'effet sur leur activité ont cité leur situation de trésorerie solide, des besoins de financement externe limités, une lente transmission des taux d'intérêt du marché au coût moyen de l'endettement et le maintien de la volonté des banques d'accorder des prêts à des taux raisonnables. Deux tiers des personnes contactées dans le secteur industriel ont indiqué que le durcissement des conditions de financement avait un effet négatif sur leurs activités, soit directement via leur financement, soit indirectement en raison d'une réduction de la demande. Plusieurs personnes contactées ont indiqué que les banques et les investisseurs institutionnels accordaient une plus grande attention au risque de crédit, ou que le coût plus élevé du capital accroissait le taux de rendement requis pour les investissements.

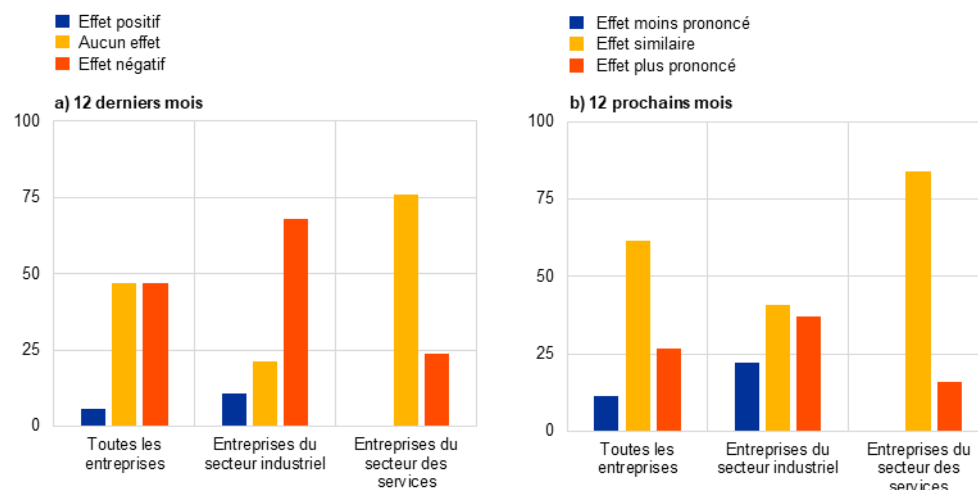
De nombreux contacts, en particulier des entreprises des secteurs de la construction et des biens d'équipement ou leurs fournisseurs, ont estimé que le durcissement des conditions de financement freinait la demande des clients pour leurs produits.

Dans l'ensemble, les effets du durcissement des conditions de financement sur l'activité devraient s'intensifier au cours des douze prochains mois (graphique C, partie b). La plupart des personnes contactées estimaient qu'elles n'observeraient pas de changement significatif des effets du durcissement des conditions de financement sur l'activité de leur entreprise au cours des 12 prochains mois par rapport aux 12 mois précédents. En particulier, une majorité des personnes contactées dans le secteur des services s'attendait à ce que le durcissement des conditions de financement n'ait aucun effet. Parmi les personnes contactées ayant signalé un changement, 27 % s'attendaient à ce que le durcissement des conditions de financement ait un effet plus prononcé sur l'activité, tandis que 12 % seulement s'attendaient à ce qu'il ait un effet moins prononcé. Certaines personnes contactées ont indiqué qu'elles avaient davantage besoin d'accéder à des financements externes à mesure que l'endettement existant arrivait à échéance ou que de grands projets d'investissement étaient réalisés. D'autres ont souligné que la demande future attendue était le principal déterminant de l'investissement et que la révision à la baisse des prévisions liée à la faiblesse actuelle de l'activité signifiait qu'il était probable qu'elles réduiraient leurs dépenses d'investissement futures (par exemple en étalant dans le temps la réalisation d'investissements prévus). Les décisions des entreprises individuelles dépendaient de leur position dans le cycle d'investissement. Dans ce contexte, les perturbations causées par la pandémie de COVID-19 et les exigences de la transition vers la neutralité carbone ont entraîné une forte hétérogénéité. Un large éventail de facteurs a également influencé les décisions d'investissement, car les coûts des intrants, les subventions et l'incertitude en matière de réglementation jouent actuellement un rôle plus important que les conditions de financement pour de nombreuses entreprises.

Graphique C

Synthèse des opinions sur l'effet des variations du coût et de la disponibilité des financements sur l'activité des entreprises

(pourcentage de réponses)



Source : BCE.

Note : Sur la base de conversations avec 52 personnes contactées, dont 27 contacts d'entreprises du secteur industriel et 25 contacts d'entreprises du secteur des services.

La hausse des loyers dans la zone euro

Rodolfo Arioli, Elena Bobeica, Moreno Roma et Michel Soudan

La composante « loyers » n'est généralement pas un déterminant important des évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro, sa contribution moyenne étant de 0,1 point de pourcentage depuis 1999.

Depuis mi-2022, une hausse significative du taux de croissance annuel des prix des loyers d'habitation effectifs a été observée dans la zone euro, même si elle est plus modérée que la hausse des prix des autres services. L'étude de l'impact inflationniste des loyers s'inspire largement des évolutions aux États-Unis, où la hausse des loyers constitué un déterminant essentiel de la poussée de l'inflation post-pandémique. Lorsqu'on évalue la possibilité que les loyers jouent un rôle tout aussi important dans la dynamique d'inflation de la zone euro, il convient de prendre en compte des difficultés de mesure, ainsi que les diverses spécificités méthodologiques et réglementaires entourant cette composante particulière de l'IPCH.

La contribution limitée de la croissance des loyers à l'inflation core dans la zone euro reflète à la fois une dynamique modérée et un poids comparativement faible.

En août 2023, la hausse effective des loyers s'élevait à 2,8 % en rythme annuel. Ce résultat, le plus élevé depuis le lancement de l'euro, se situait 1,2 point de pourcentage au-dessus de sa moyenne de long terme sur la période 2000-2019. S'agissant de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) de la zone euro, la contribution de la croissance des loyers s'est établie à 0,24 point de pourcentage, soit 0,1 point de pourcentage au-dessus de sa moyenne de long terme (graphique A, partie a). Cette contribution relativement faible des loyers à l'inflation dans la zone euro contraste avec ce que l'on observe aux États-Unis. Dans ce pays, la contribution des loyers effectifs à l'indice des prix à la consommation (IPC) core était trois fois plus élevée en août 2023, à 0,7 point de pourcentage, soit environ 0,5 point de pourcentage au-dessus de sa moyenne de 2000-2019. La forte contribution de l'augmentation des loyers à l'inflation core aux États-Unis reflète en partie la fin du moratoire fédéral sur les expulsions. Cette politique a été mise en œuvre en 2020 en réponse à la pandémie de coronavirus (COVID-19) et a entraîné une croissance beaucoup plus faible des loyers aux États-Unis. Après la levée du moratoire fin 2021, la hausse des loyers aux États-Unis s'est fortement accélérée, atteignant 8,8 % en mars 2023. Elle ne s'est modérée que légèrement qu'en août, pour s'établir à 7,8 %, demeurant nettement supérieure à sa moyenne de long terme d'environ 3 %.

Les loyers relatifs aux nouveaux contrats, qui devraient répondre plus rapidement aux forces du marché, montrent également une faible croissance des loyers dans la zone euro.

Les données sur les nouveaux loyers dans la zone euro sont rares. Les éléments ressortant des données annuelles en Allemagne – utilisées à des fins d'illustration (graphique A, partie b) – montrent que les évolutions des loyers pour les nouvelles locations sont effectivement plus dynamiques que pour les locations existantes, en particulier en période de reprise

sur le marché de l'immobilier ¹. Pourtant, par rapport au marché de l'immobilier résidentiel aux États-Unis, les loyers dans la zone euro semblent moins sensibles aux forces de marché – y compris aux prix des logements ². L'ampleur et la volatilité des évolutions des nouveaux loyers aux États-Unis sont beaucoup plus prononcées et suivent de près les évolutions globales du marché de l'immobilier. Cela reflète le faible niveau de réglementation des loyers aux États-Unis. Quelques États américains seulement réglementent les loyers, tandis que ces mesures sont beaucoup plus répandues dans la zone euro.

¹ Les estimations existantes pour l'Allemagne suggèrent que 10 % des ménages déménagent tous les ans, ce qui signifie que chaque année, environ 10 % des prix des loyers devraient être constitués de nouveaux contrats, sans tenir compte des hausses de la demande liées à la croissance de la population.

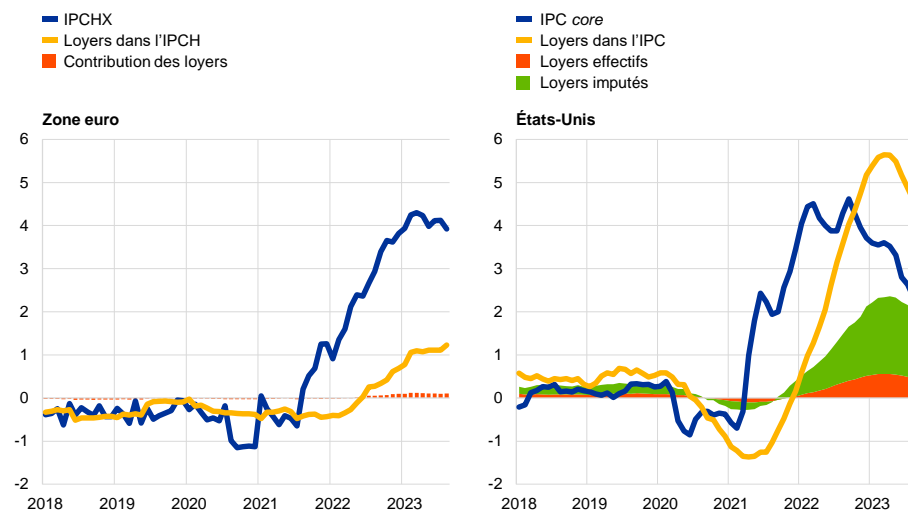
² La relation de long terme théorique entre les prix des logements et les loyers est difficile à observer dans les données de la zone euro. Pour une analyse, cf. l'encadré intitulé « [La hausse des loyers dans la zone euro depuis la crise](#) », *Bulletin économique*, BCE, n° 4, 2019.

Graphique A

Évolutions des loyers dans la zone euro, aux États-Unis et en Allemagne

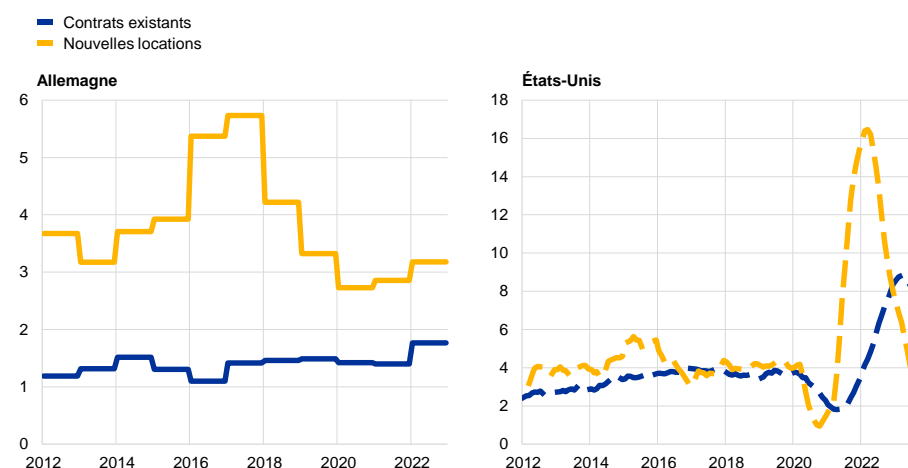
a) Inflation, loyers et contributions

(variations annuelles en pourcentage, contributions en points de pourcentage, par rapport aux moyennes 2000-2019)



b) Loyers pour les contrats existants et les nouveaux contrats

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, US Bureau of Labor Statistics, Deutsche Bundesbank et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a) : les dernières données pour l'IPCH et l'IPC se rapportent à août 2023. Partie b) : pour l'Allemagne, les données relatives aux contrats existants utilisent les calculs de la Deutsche Bundesbank fondés sur les données fournies par le Bureau allemand fédéral des statistiques (*Statistisches Bundesamt* – Destatis), y compris, dans une certaine mesure, les nouvelles locations. Pour l'Allemagne, les nouvelles locations correspondent à des transactions pondérées calculées par la Deutsche Bundesbank sur la base des données fournies par bulwiengesa AG. Les contrats existants aux États-Unis sont fondés sur l'indice mensuel des loyers observé Zillow (corrégés des variations saisonnières). Les données pour l'Allemagne se rapportent à 2022. Les données relatives à l'IPC américain et aux loyers existants se rapportent à août 2023.

Aux États-Unis, la contribution plus forte des loyers aux évolutions inflationnistes reflète également le poids plus important des loyers dans l'IPC et le périmètre plus large de la définition de « logement » (*shelter*). Les loyers représentent moins de 6 % de l'IPCH total de la zone euro, ce qui n'est que

légèrement inférieur à leur poids de 7,5 % dans l'IPC américain^{3,4}. Cependant, aux États-Unis, la composante *shelter* totale inclut également les loyers imputés des logements occupés par leur propriétaire, ainsi que les frais occasionnés par l'hébergement en dehors du domicile (*lodging away from home*). En conséquence, la composante « logement » représente 35 % de l'IPC. Cela représente six fois le poids des loyers dans la zone euro. Le loyer imputé correspond au loyer implicite que les propriétaires-occupants devraient payer s'ils étaient locataires de leurs logements. Dans la zone euro, le panier de l'IPCH n'inclut pas les loyers imputés, mais seulement les dépenses réelles de loyer – ainsi que les coûts supplémentaires des logements payés par les locataires et les propriétaires. Le taux de propriétaires est similaire dans les deux juridictions, à environ 65 %⁵.

La réglementation des loyers est plus généralisée dans la zone euro qu'aux États-Unis (graphique B) et s'est accrue depuis la pandémie. Ce phénomène a eu tendance à diminuer la réactivité des loyers aux variables sous-jacentes, tels que les prix des logements, les coûts de construction/rénovation et l'inflation. En outre, dans certains pays, la location de logements sociaux joue un rôle important. Les loyers de ces logements sont généralement inférieurs aux loyers du marché, les changements de leurs plafonds étant souvent très réglementés. Parmi les cinq plus grandes économies de la zone euro, les Pays-Bas ont la plus grande part de contrats de location à prix réduits (85 %)⁶. La France a également une part importante de contrats à prix réduits. Alors que les indices de contrôle des loyers disponibles ne fournissent de données que jusqu'en 2019, plusieurs pays, y compris la France et l'Espagne parmi les plus grands d'entre eux, ont récemment introduit des mesures de plafonnement des hausses des prix dans un contexte d'inflation élevée (cf. tableau A, colonne 4, pour une liste de ces caractéristiques dans les plus grandes économies de la zone euro)⁷. Lorsque ces mesures seront levées, les loyers pourraient augmenter. En outre, en 2020, en réponse à la pandémie, certains pays ont introduit des mesures de soutien du marché locatif privé allant des moratoires sur les évictions aux extensions des contrats de location.

³ Le poids des loyers dans l'IPCH varie considérablement d'un pays à l'autre, s'échelonnant de 9 % en Finlande à 0,7 % en Slovaquie, ce qui reflète les différentes dimensions des marchés locatifs respectifs.

⁴ La mesure des loyers dans l'indice des prix à la consommation aux États-Unis est fondée sur les contrats de location et comprend également tous les services supplémentaires qui peuvent être fournis par un propriétaire conformément au contrat de location (par exemple, les services collectifs). Dans la zone euro, les loyers effectifs dans l'IPCH ne se rapportent qu'aux paiements liés aux loyers effectifs.

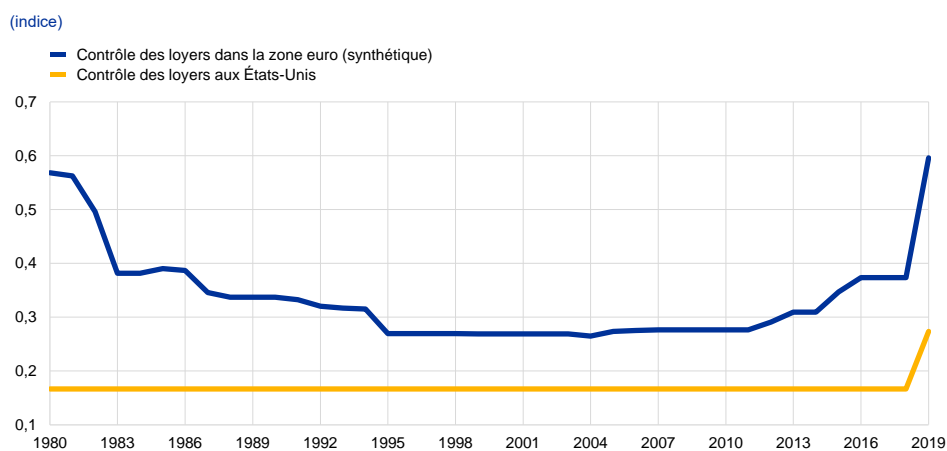
⁵ Le système statistique européen n'est pas encore parvenu à un accord sur une méthodologie satisfaisante pour inclure les coûts des logements pour les propriétaires dans l'IPCH. Pour une analyse, cf. « *Owner-occupied housing and the harmonised index of consumer prices* », *Statistical Working Papers*, Eurostat, 2023. Une estimation préliminaire de l'impact de l'ajout des loyers imputés à l'IPCH donnerait une moyenne assez similaire à l'inflation totale officielle pour la période allant jusqu'à mi-2021 ; cf. graphique 8 dans « *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review* », *Occasional Paper Series*, n° 265, BCE, 2021.

⁶ Cette part a fortement augmenté à partir de 2021 en raison d'évolutions réglementaires, alors que la part moyenne pour la période 2013-2020 ne se situait qu'à 2,2 %.

⁷ L'indice de contrôle des loyers synthétise l'ampleur des restrictions concernant la fixation du niveau initial des loyers, leur révision et la répercussion des coûts (tels que les coûts de rénovation) sur les locataires.

Graphique B

Indice de contrôle des loyers



Sources : Questionnaire de l'OCDE sur les logements sociaux et abordables de 2019, Rental Market Regulation Index (ReMaln) et calculs des auteurs.

Notes : L'indice varie de 0 (pas de restrictions) à 1. Une valeur plus élevée de l'indice indique un plus grand contrôle des loyers.

Les évolutions des loyers dans le temps sont affectées par plusieurs caractéristiques méthodologiques et réglementaires qui les rendent moins sensibles aux forces de marché que d'autres composantes de l'IPCH.

Tout d'abord, les loyers tendent à être ajustés moins souvent que les autres prix – en général pas plus d'une fois par an. Deuxièmement, les contrats sont généralement renouvelés lentement et en intégrant une perspective rétrospective, ce qui contribue à rendre la hausse des loyers particulièrement lente. D'un point de vue méthodologique, la fréquence de collecte des données sur les loyers varie d'un pays à l'autre. Les prix sont échantillonnés tous les mois dans la plupart des cas, mais une fois par an aux Pays-Bas par exemple (tableau A). De plus, comme indiqué précédemment, le panier des loyers couvre essentiellement les loyers existants, qui ont tendance à rattraper les forces de marché avec un certain retard. Les loyers pour les hébergements temporaires pourraient fournir une bonne indication des tensions sur le marché, mais ceux-ci sont inclus dans la composante services d'hébergement de l'IPCH, et non dans la composante « loyers ».

Tableau A

Caractéristiques du marché locatif dans les principales économies de la zone euro

Pays	Source de données	Fréquence de la collecte des prix	Dernières réglementations mises en œuvre liées au « coût élevé de la vie »	Indice de contrôle des loyers ¹⁾	Part du marché locatif global à prix réduit ou gratuit ²⁾
DE	Enquête partant des dernières données issues des recensements sur les logements	Trimestrielle ³⁾	s. o.	0,75	12,6
FR	Enquête partant des données issues des recensements sur les logements (marché libre) ou du répertoire des logements locatifs des bailleurs sociaux (logements sociaux)	Trimestrielle	Hausses de loyers plafonnées à 3,5 % jusqu'en mars 2024	0,53	57,1
IT	Données administratives issues de l'Observatoire du marché immobilier (OMI) de l'administration fiscale.	Trimestrielle ⁴⁾	Non	s. o.	35,4
ES	Enquête effectuée en personne ou par téléphone	Mensuelle	Hausses de loyers plafonnées à 2 % jusqu'en décembre 2023	0,57	35,4
NL	Bailleurs	Annuelle	Non	0,47	86,4

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

1) L'indice de contrôle des loyers varie de 0 (pas de restrictions) à 1 (tous les types de restrictions) selon les réponses du questionnaire de l'OCDE sur les logements sociaux et abordables de 2019 ;

2) Se rapporte aux données issues des statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-UE) de 2022.

3) En Allemagne, la collecte des loyers mensuels est réalisée trimestriellement sur un horizon de trois mois.

4) En Italie, la collecte mensuelle de données a commencé régulièrement à partir de début 2023 parallèlement à la collecte trimestrielle, dans l'objectif de passer à la source de données mensuelles dans un avenir proche.

Dans certains cas, il existe une indexation sur l'inflation, mais ces clauses ne figurent pas largement dans tous les contrats de location du marché privé et dans toutes les juridictions. En Italie, par exemple, seuls certains types de

contrats sont liés à l'inflation. En Belgique, l'indice santé calculé à partir de l'IPC national (hors tabac, alcool et combustibles) est utilisé pour l'indexation des contrats existants. Cependant, l'indexation des contrats de location n'est pas possible pour les biens immobiliers qui ont un faible degré d'efficacité énergétique. En France et en Espagne, les hausses de loyers par indexation ont récemment été plafonnées respectivement à 3,5 % et 2 %. En Allemagne, les loyers sont généralement liés à un loyer de référence pour des logements de qualité similaire dans la même localité, établi à intervalles réguliers (généralement tous les quatre à six ans). En conséquence, les ajustements sont généralement assez lents. Cependant, une indexation est également possible en Allemagne lorsque certains seuils de variation de l'IPC sont franchis. Les récentes hausses de l'inflation sont susceptibles de faire augmenter la part des contrats atteignant ces seuils.

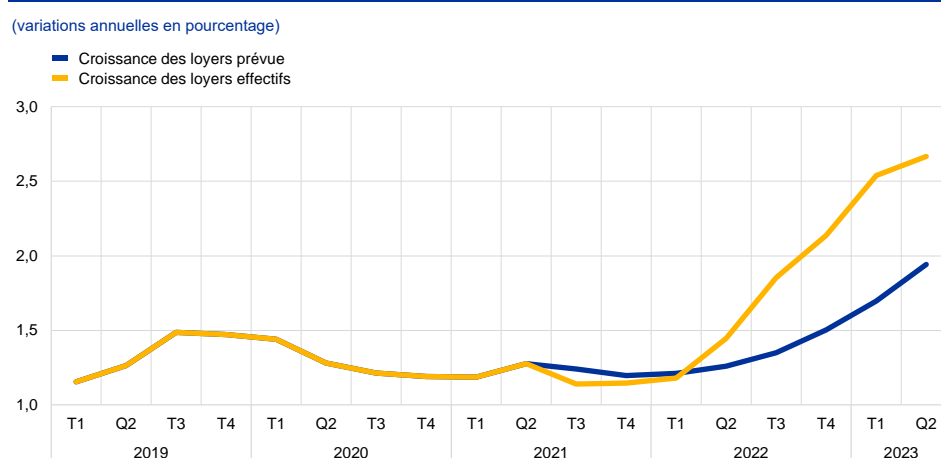
La croissance récente des loyers dans la zone euro est légèrement plus forte qu'attendu au regard d'un modèle utilisant des régularités historiques.

Un modèle à équation unique prenant en compte la forte inertie de la hausse des loyers, incluant le lien avec l'inflation passée et le déflateur de l'investissement résidentiel, aurait capturé la tendance haussière de la hausse des loyers après

fin 2021, mais aurait sous-évalué sa vitesse et sa force (graphique C)⁸. À l'avenir, les prévisions des loyers dans la zone euro vont se confronter à deux défis : premièrement, une forte hausse de l'inflation dans la dernière partie de l'échantillon retenu pour l'estimation et deuxièmement, la possibilité que les pays de la zone euro limitent la transmission aux loyers afin de préserver l'accessibilité au logement. Plus généralement, la réglementation des loyers, dans un sens plus large, n'est pas incluse dans les variables explicatives des modèles de forme réduite comme celui envisagé ici. Une telle réglementation peut ainsi mener à une surestimation des évolutions des loyers à l'avenir.

Graphique C

Croissance des loyers effectifs et prévus dans la zone euro



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Cf. note de bas de page 8 pour une description du modèle. Le modèle est estimé sur la période allant du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2021. Les projections concernant les loyers commencent au troisième trimestre 2021. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

Bien que la hausse des loyers varie fortement d'un pays à l'autre dans la zone euro, pour la plupart des pays, les chiffres les plus récents sont plus élevés qu'il y a un an et dépassent les moyennes de long terme (graphique D).

Les caractéristiques nationales idiosyncratiques des marchés du logement des pays de la zone euro expliquent la grande diversité observée en matière de hausse des loyers. Les variations annuelles vont de 18,3 % à Malte à – 2,0 % en Estonie en août 2023 (graphique D, partie b). Ces spécificités sont liées, entre autres, à la réglementation nationale, aux différents enregistrements et échantillonnages statistiques, à l'indexation des contrats locatifs sur l'inflation (voir ci-dessus), à la taille et à la profondeur du marché locatif privé par rapport à la part du marché à prix

⁸ Un exercice d'évaluation prévisionnelle en temps réel indique qu'un modèle à équation unique donne de meilleurs résultats qu'un modèle de marche aléatoire à horizon de six trimestres et dépasse également un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) comprenant des variables supplémentaires liées au marché de l'immobilier résidentiel. Le modèle à équation unique sélectionné inclut les décalages des loyers (avec un décalage d'un trimestre) et l'inflation, ainsi que le déflateur de l'investissement résidentiel (avec des décalages de quatre trimestres). L'ajout des prix des logements a détérioré les performances des modèles. Les variables sélectionnées sont largement utilisées dans la littérature sur les projections concernant les loyers ; cf., par exemple, l'annexe 2 de la contribution de John Muellbauer au Forum de la BCE sur les activités de banque centrale 2022, « *Real Estate Booms and Busts: Implications for Monetary and Macroprudential Policy in Europe* », BCE, juin 2022.

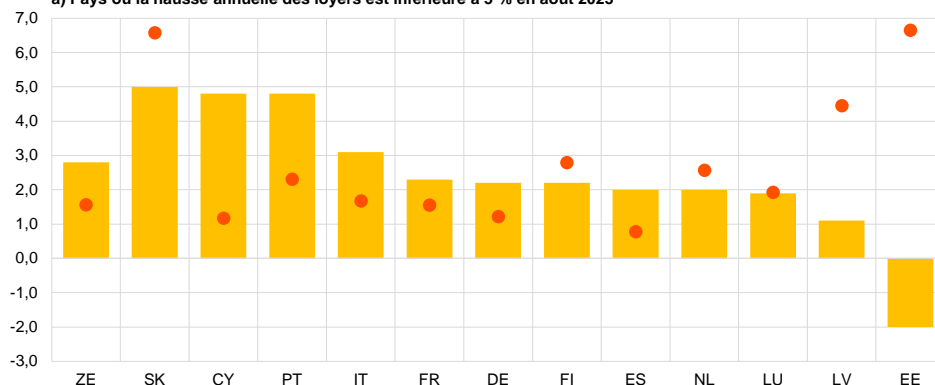
réduit ou gratuit, et à la taille du marché locatif global, qui diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre de la zone euro.

Graphique D Évolutions des loyers dans la zone euro

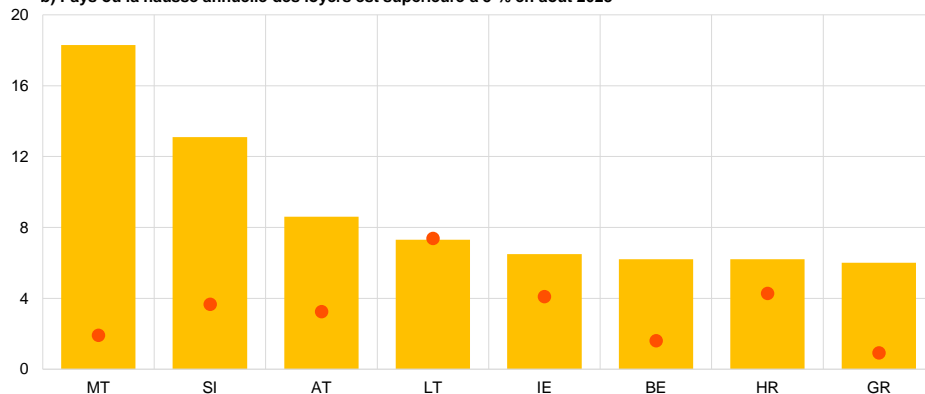
(variations annuelles en pourcentage, moyennes)

■ Loyers dans l'IPCH (août 2023)
● Moyenne de long terme (janvier 2000-décembre 2019)

a) Pays où la hausse annuelle des loyers est inférieure à 5 % en août 2023



b) Pays où la hausse annuelle des loyers est supérieure à 5 % en août 2023



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Pour l'Espagne, la moyenne de long terme commence en janvier 2016 en raison de changements de méthodologie dans la collecte des données. ZE signifie zone euro.

Les tensions sur les prix des loyers sont susceptibles de persister, même si certaines caractéristiques institutionnelles peuvent agir comme des facteurs atténuants. Les pressions à la hausse sont particulièrement fortes à l'heure actuelle et sont liées à l'offre et à la demande de logements. La hausse des coûts de construction ainsi que celle des coûts de l'entretien et de la réparation des logements contribue à la réduction de la rentabilité des biens immobiliers en termes réels. Parallèlement, le durcissement des conditions de financement limite l'offre de logements⁹. Dans certains pays, des tensions supplémentaires existent en raison de du nombre croissant de logements locatifs consacrés à des locations touristiques à court terme et de l'afflux important de travailleurs étrangers. Du côté de la demande, les hausses antérieures des prix des logements associées à la hausse des coûts de

⁹ Les coûts pour les services et la réparation du logement ont augmenté de 6,8 % en rythme annuel en août 2023, tandis que les coûts liés aux grosses réparations et à l'entretien supportés par les propriétaires ont augmenté de 9,9 % en rythme annuel au premier trimestre 2023.

financement ont réduit l'accessibilité au logement. Ce phénomène a tendance à entraîner une préférence pour la location de logements au détriment de l'accession à la propriété. Malgré ces tensions, la forte inertie intégrée dans les prix locatifs – en partie pour des raisons institutionnelles – se traduit par un ajustement relativement lent des prix des loyers. Cela pourrait suggérer que les risques de tensions sur l'inflation sous-jacente provenant des marchés locatifs de la zone euro sont relativement limités. Néanmoins, la situation est spécifique à chaque pays, en raison de spécificités importantes à la fois dans les marchés de l'immobilier résidentiel et de la location.

Article

1 Joyeux anniversaire, BLS – 20 ans d'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro

Petra Köhler-Ulbrich, Maria Dimou, Lorenzo Ferrante et Conor Parle

1 Introduction

Depuis son lancement en 2003, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (BLS) a fourni de précieuses indications précoces pour l'évaluation des conditions d'octroi des prêts bancaires dans la zone euro.

L'enquête BLS est l'une des enquêtes les plus anciennes de l'Eurosystème. Elle a été lancée par l'Eurosystème en 2003 afin d'améliorer la connaissance des conditions d'octroi des prêts bancaires dans la zone euro¹. Les critères d'octroi des prêts bancaires (c'est-à-dire les critères d'approbation des prêts), les modalités et conditions effectives appliquées aux nouveaux prêts et la demande de prêts varient au cours du cycle économique et monétaire et peuvent, à certains moments, être motivées par des crises financières ou des besoins de financement d'urgence. Ces évolutions, déclarées de manière très détaillée par les banques dans l'enquête BLS, à un rythme trimestriel, appuient l'évaluation des déterminants des conditions de prêt bancaire et fournissent des indications précoces sur la dynamique du crédit bancaire, ce qui est important pour l'évaluation de la transmission de la politique monétaire.

L'intérêt manifesté par le public pour l'enquête BLS s'est considérablement accru au fil du temps. L'intérêt pour l'enquête BLS est traditionnellement plus élevé pendant les crises financières et les périodes de grande incertitude que pendant les périodes plus calmes. De plus, l'intérêt pour l'enquête BLS a considérablement augmenté au fil du temps et a été particulièrement élevé pendant la période de resserrement de la politique monétaire depuis 2022, ce qui peut également refléter la pertinence des informations qualitatives (*soft information*) pour déterminer le niveau et la durée appropriés du resserrement monétaire. Ainsi, plus de 5 000 utilisateurs ont visité les pages de publication de l'enquête BLS au cours de la première semaine suivant la publication de l'enquête pour le premier trimestre 2023 – un pic historique, selon l'analyse de la BCE. Outre l'enquête BLS, qui se concentre sur le point de vue des banques, d'autres enquêtes de la BCE fournissent

¹ Le 15 mai 2003, la BCE a publié, pour la première fois, les résultats de son *enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro* (pour les trimestres T4 2002 et T1 2003), ainsi que l'article intitulé « *A bank lending survey for the euro area* », *Bulletin mensuel* BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2003. La *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*, menée par le Système fédéral de réserve aux États-Unis a servi de modèle à l'enquête BLS. La participation à l'enquête BLS s'est accrue au fil du temps, avec l'adhésion de nouveaux pays rejoignant la zone euro et l'ajout de nouvelles banques afin de représenter de manière adéquate la structure du secteur bancaire de la zone euro.

d'autres informations qualitatives sur les évolutions économiques dans la zone euro, en complément des informations fournies par l'enquête BLS ².

Cet article examine les conditions appliquées aux prêts bancaires et la demande de prêts ainsi que leurs propriétés d'indicateurs avancés de la croissance des prêts et de l'activité économique pour les entreprises et les ménages de la zone euro depuis l'existence de l'enquête, qui couvre les 20 dernières années ³. La section 2 examine les débuts de l'enquête, de 2003 à 2007. La section 3 couvre la période allant de 2008 à 2014, marquée par la crise financière mondiale, la crise de la dette souveraine et ses conséquences immédiates. La section 4 analyse la période des mesures de politiques monétaires non conventionnelles jusqu'en 2019. La section 5 dresse le bilan de l'enquête BLS pendant la pandémie de COVID-19 de 2020 à 2021. La section 6 analyse la période de resserrement de la politique monétaire depuis 2022, et la section 7 conclut en évaluant le rôle passé, présent et futur de l'enquête BLS.

2 L'offre et la demande de prêts dans les débuts de la zone euro – 2003-2007

La période qui a précédé la crise financière mondiale a été marquée par un renforcement de la croissance économique, des tensions inflationnistes en hausse et une croissance à deux chiffres de l'activité de prêt, auxquels la politique monétaire a répondu par des relèvements de taux. Après une période de croissance plus faible et de soutien monétaire au début du siècle, l'économie de la zone euro s'est redressée de mi-2004 à 2006 et la croissance est demeurée solide en 2007. En réponse à l'augmentation des risques sur la stabilité des prix dans le contexte du renforcement de l'économie de la zone euro, la BCE a commencé en décembre 2005 à relever ses taux directeurs; à partir d'un niveau initial de 2,00 %, pour les porter à 4,25 % en juillet 2008 ⁴.

Des conditions du crédit bancaire trop souples ont contribué à une accumulation des risques avant la crise financière mondiale. Pendant la majeure partie de la période de resserrement de la politique monétaire qui a précédé la crise financière mondiale, en termes nets, les banques ont assoupli leurs critères d'octroi ou les ont maintenus globalement inchangés pour les prêts consentis aux entreprises et les prêts aux logements consentis aux ménages dans la zone euro

² Cf., par exemple : « [L'enquête sur l'accès des entreprises au financement](#) », qui se concentre sur le point de vue des entreprises, et « [L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#) », qui se concentre sur le point de vue des consommateurs.

³ Pour une analyse détaillée des périodes de politique monétaire de la BCE, cf. Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (G.), Lemke (W.), Motto (R.), Saint Guilhem (A.), Yiangou (J.), « *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank* », Oxford University Press, 2021. Pour de plus amples détails concernant l'enquête BLS, cf. Köhler-Ulbrich (Petra), Hempell (Hannah S.) et Scopel (Silvia), « [The euro area bank lending survey](#) », Occasional Paper Series, n° 179, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2016, et l'article intitulé « [Que nous dit l'enquête sur la distribution du crédit bancaire sur les conditions de crédit pour les entreprises de la zone euro ?](#) », Bulletin économique, n° 8, BCE, 2019.

⁴ Taux de soumission minimal (*minimum bid rate*) pour les appels d'offres à taux variables des opérations principales de refinancement de la BCE.

(graphique 1, partie a), ce qui diffère légèrement de ce que suggèreraient les canaux de transmission de la politique monétaire en réponse à une hausse des coûts de financement des banques (canal du taux d'intérêt) et à une accentuation du risque de crédit des emprunteurs (canal du bilan) ⁵. De fait, les pourcentages nets pour les critères d'octroi sur les prêts consentis aux entreprises ont essentiellement été négatifs à partir du troisième trimestre 2004 jusqu'au deuxième trimestre 2007, ce qui implique un assouplissement net des politiques d'octroi de prêts des banques. L'enquête BLS montre l'importance limitée que les banques ont accordée au risque de crédit pendant cette période, la perception des risques n'ayant qu'un léger effet de durcissement sur les critères d'octroi, tandis que la concurrence a exercé un large effet d'assouplissement (graphique 2, partie a) ⁶. La demande de prêts, en revanche, a continué de s'accroître sur cette période (graphique 1, partie b). Cette évolution est en ligne avec la réaction généralement décalée des prêts aux relèvements de taux d'intérêt en période de hausse de l'investissement fixe, de solidité de l'activité de fusion-acquisition, de perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel et de niveau élevé de la confiance des consommateurs. Cela s'est accompagné de taux de croissance annuels à deux chiffres des prêts consentis aux entreprises de la zone euro (avec un pic en avril 2008, à 15 %) et des prêts au logement consentis aux ménages de la zone euro (avec un pic en mars 2006, à 12,2 % ; graphique 1, partie c). Globalement, les évolutions de l'offre et de la demande de crédit déclarées par les banques dans l'enquête BLS signalaient clairement une accumulation des risques pesant sur la stabilité financière dans le secteur bancaire de la zone euro et, plus généralement, dans l'économie de la zone euro pendant cette période ⁷.

⁵ Cf. Maddaloni (A.) et Peydró (J.-L.), « *Bank Risk-taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. Lending Standards* », *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n° 6, 2011, p. 2121-2165. Cf. également Lane (P.R.), « *The banking channel of monetary policy tightening in the euro area* », remarques à l'occasion d'une table ronde sur le thème de la solvabilité des banques et de la politique monétaire, *NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop*, Cambridge, Massachusetts, 12 juillet 2023. Cf. également le Groupe de travail du Comité de la politique monétaire du Système européen de banques centrales, « *Housing Finance in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 101, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2009, et le Groupe de travail du Comité de la politique monétaire du Système européen de banques centrales, « *Corporate finance and economic activity in the euro area* », *Structural Issues Report 2013, Occasional Paper Series*, n° 151, BCE, Francfort-sur-le-Main, août 2013.

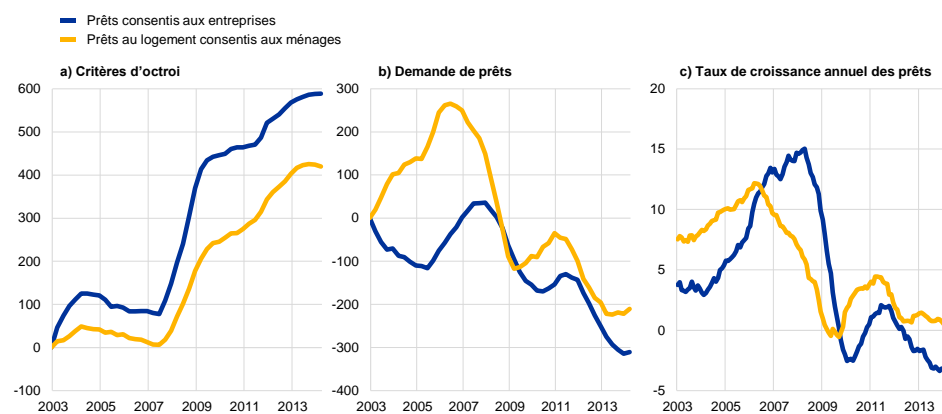
⁶ Les critères d'octroi cumulés facilitent l'approximation du niveau des critères d'octroi au fil du temps, même si la tendance qu'ont les banques à déclarer plus souvent un durcissement qu'un assouplissement limite la détermination du niveau de ces critères.

⁷ Cf. par exemple, Banque centrale européenne, *Financial Stability Review*, juin 2008.

Graphique 1

Conditions du crédit bancaire, demande de prêts, prêts consentis aux entreprises et prêts aux logements accordés aux ménages par les banques, 2003-2014

(parties a) et b) : pourcentages nets cumulés de banques ; partie c) : taux de croissance annuels)



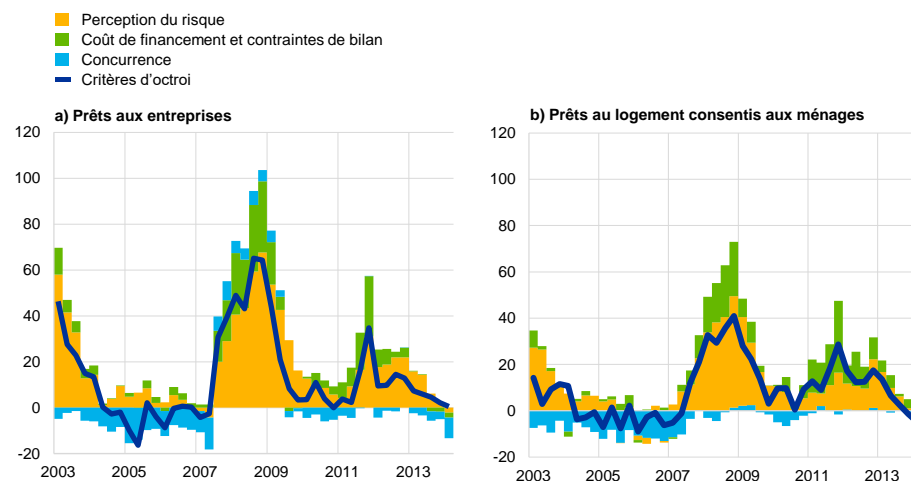
Sources : BCE (enquête BLS et statistiques sur les données de bilan) et calculs de la BCE.

Notes : Les pourcentages nets pour les critères d'octroi sont définis comme la différence entre la somme du pourcentage de banques ayant répondu « durcissement important » et « léger durcissement » et la somme du pourcentage de banques ayant répondu « léger assouplissement » et « assouplissement important ». Les pourcentages nets pour les questions portant sur la demande de prêts sont définis comme la différence entre la somme du pourcentage de banques ayant répondu « augmentation importante » et « légère augmentation » et la somme du pourcentage de banques ayant répondu « légère diminution » et « diminution importante ». Le cumul débute au premier trimestre 2003 (période de base = T4 2002). Pour les critères d'octroi, le cumul est affecté par le fait que les moyennes historiques des séries sont supérieures à zéro (9 % pour les prêts consentis aux entreprises et 7 % pour les prêts au logement). Les données mensuelles sur les prêts aux entreprises sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés ainsi que des activités de cessions, de titrisation et de centralisation de trésorerie (*cash pooling*) à partir de 2004. Les données mensuelles sur les prêts au logement consentis aux ménages sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés à partir de 2004. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2014.

Graphique 2

Importance des facteurs ayant un impact sur les critères d'octroi, 2003-2014

(pourcentages nets de banques)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : Cf. les notes du graphique 1. Les pourcentages nets pour les réponses aux questions portant sur les facteurs contributifs sont définis comme la différence entre le pourcentage de banques déclarant que le facteur donné a contribué à durcir les critères d'octroi et le pourcentage de banques déclarant qu'il a contribué à assouplir les critères d'octroi. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2014.

3 La perception du risque et les frictions financières à l'œuvre – 2008-2014

Les banques ont réagi à la crise financière mondiale par un changement brutal de leur perception des risques, avec pour conséquence des pics brutaux de durcissement des critères d'octroi des prêts bancaires. Après les premiers signaux d'alerte donnés par la fin de l'envolée du marché de l'immobilier résidentiel à l'été 2007, la crise des prêts immobiliers à risque américains (*subprimes*) s'est intensifiée en septembre 2008 avec la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers et s'est brutalement répercutée sur la zone euro. Alors que la BCE, comme d'autres banques centrales, a abaissé ses taux directeurs et fourni un soutien à la liquidité, la crise a entraîné des pics sans précédent de durcissement des critères d'octroi des banques (graphique 2)⁸. Du troisième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009, un pourcentage net élevé de banques ont fait état d'un durcissement de leurs critères d'octroi pour les prêts consentis aux entreprises (avec un pic de 65 % au troisième trimestre 2008) et pour les prêts au logement (avec un pic de 41 % au quatrième trimestre). Comme lors des périodes de crise ultérieures, l'enquête BLS a fourni de précieuses indications précoces concernant l'ampleur du choc sur l'économie de la zone euro via le canal du crédit bancaire, en ligne avec ses propriétés d'indicateur avancé qui contribuent à prédire la croissance des prêts⁹. Après le début du durcissement net des critères d'octroi et la stagnation de la demande de prêts des entreprises au troisième trimestre 2007, la croissance des prêts aux entreprises s'est fortement ralentie (graphique 1, partie c) et la croissance trimestrielle des prêts a marqué le pas au cours du premier trimestre 2009 avant de devenir négative. Pour les prêts au logement, la croissance effective des prêts a commencé à s'affaiblir plus tôt que la croissance des prêts consentis aux entreprises, se ralentissant dès 2007. Le durcissement net des critères d'octroi à l'automne 2008 pour les prêts consentis aux entreprises comme pour les prêts au logement résulte largement d'une forte hausse de la perception des risques, qui tend à constituer le principal facteur déterminant au niveau agrégé dans les épisodes de durcissement liés aux perspectives économiques et à la solvabilité des emprunteurs¹⁰.

Durant la crise financière mondiale, l'enquête BLS a également mis en évidence des contraintes au niveau du bilan des banques et un accès réduit au financement entraînant des restrictions de l'offre de crédit. En plus d'une montée des perceptions du risque, les banques de la zone euro ont fait état de l'effet

⁸ La BCE a réduit le taux d'intérêt de ses opérations principales de refinancement de 325 points de base entre octobre 2008 et mai 2009, tout en passant à une allocation à taux fixe pendant cette période.

⁹ Un durcissement des critères d'octroi au cours d'un trimestre donné tend à entraîner un ralentissement de la croissance des prêts consentis aux entreprises environ cinq à six trimestres plus tard (environ deux trimestres pour les prêts au logement), tandis qu'une baisse de la demande de prêt consentis aux entreprises tend à entraîner une diminution de la croissance des prêts aux entreprises environ trois trimestres plus tard (trois à quatre trimestres pour les prêts au logement). Le co-mouvement entre les indicateurs de l'enquête BLS et la croissance nette des prêts est plus faible pour les prêts au logement que pour les prêts consentis aux entreprises, probablement en raison du niveau temporairement élevé des remboursements de prêts au logement environ dix ans après l'envolée du marché immobilier qui a précédé la crise financière mondiale. Ces remboursements ont freiné la croissance nette des prêts au logement. Cf. l'encadré intitulé « [Quelles informations l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fournit-elle sur les évolutions futures en matière de prêts ?](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

¹⁰ Cf. Köhler-Ulbrich (P.) *et al.*, *op. cit.*

de durcissement important qu'exerçaient leurs coûts de financement et leur situation bilancielle sur leurs critères d'octroi de prêts (graphique 2), ce qui reflétait le contexte de fortes tensions financières. Cela indiquait de graves problèmes de transmission de la politique monétaire aux conditions d'octroi des prêts par le canal bancaire. La situation difficile du secteur bancaire se reflétait également dans le gel des marchés monétaires et dans une hausse importante des écarts de rendement des obligations bancaires, entraînant des perturbations globales de l'accès au financement de marché. Cette évolution préoccupante de la transmission de la politique monétaire par le canal bancaire a justifié l'introduction d'une des premières questions ad hoc du questionnaire de l'enquête BLS, relative à l'accès des banques au financement. Les banques de la zone euro ont déclaré que les perturbations sur les marchés financiers avaient réduit leur accès au financement sur le marché monétaire interbancaire des opérations en blanc et au financement par émission de titres de créance, en particulier entre le troisième trimestre 2008 et le premier trimestre 2009 (graphique 3, partie a). Cela reflétait la forte incertitude des intervenants de marché comme des banques concernant l'état de santé réel du système bancaire. L'enquête BLS a permis de collecter des données préliminaires sur l'impact des turbulences financières et de la crise financière mondiale sur les fonds propres des banques, les marges sur prêts (définies comme l'écart par rapport aux taux de marché de référence) et l'octroi de prêts. L'enquête a également apporté un éclairage sur les effets d'atténuation de certaines des annonces gouvernements concernant l'aide à la recapitalisation et les garanties d'État sur l'accès des banques au financement interbancaire, ainsi que sur les mesures de recapitalisation bancaire et les opérations d'assainissement des bilans des banques au cours de la décennie qui a suivi cette crise (section 4) ¹¹.

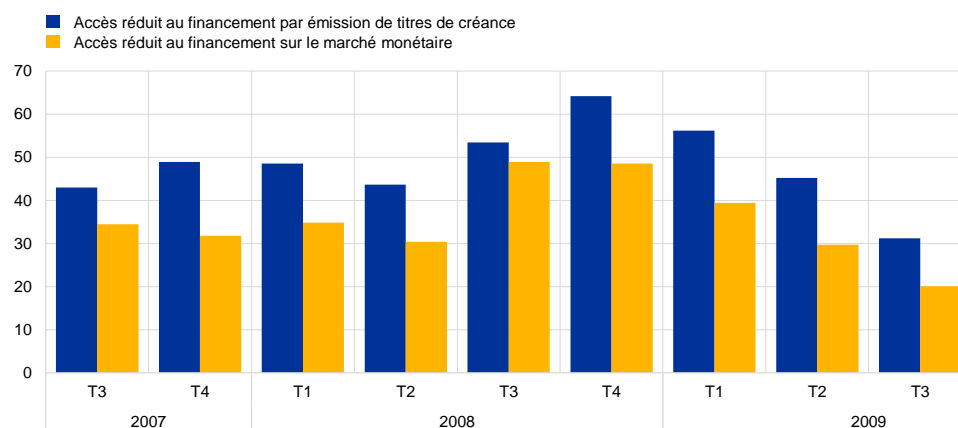
¹¹ Cf. « *The euro area bank lending survey – October 2008* », BCE, 7 décembre 2008, et « *The euro area bank lending survey – January 2009* », BCE, 6 février 2009.

Graphique 3

Frictions financières et accès des banques au financement

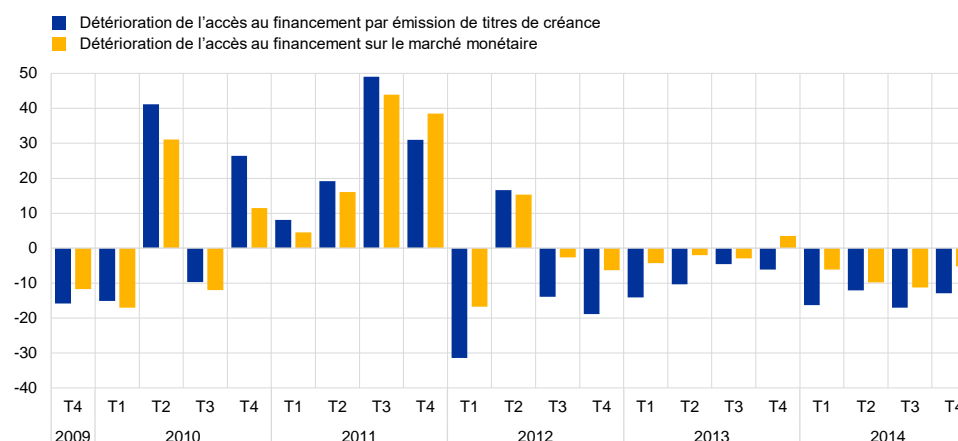
a) Accès au financement

(pourcentages nets de banques)



b) Détérioration de l'accès au financement

(pourcentages nets de banques)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : Partie a) : Accès au financement sur la base de la question ad hoc de l'enquête BLS « En raison de la situation sur les marchés financiers, votre accès au marché a-t-il été réduit lorsque vous avez fait appel à vos sources habituelles de financement interbancaire ? », qui a été incluse dans l'enquête BLS sur la période allant du troisième trimestre 2007 au troisième trimestre 2009. Partie b) : À compter du quatrième trimestre 2009, l'accès au financement sur la base de la version révisée actuelle de la question portant sur le changement (détérioration ou amélioration) de l'accès des banques au financement. « Financement sur le marché monétaire » (*money market funding*) se rapporte au financement sur le marché interbancaire des opérations en blanc. Les dernières observations pour la partie b) se rapportent au quatrième trimestre 2014.

Au cours de la période 2009-2011, l'enquête BLS a fourni des indications en faveur d'une reprise inégale entre les pays de la zone euro, et cette hétérogénéité s'est accentuée durant la crise de la dette souveraine. Alors que l'économie de la zone euro a montré des signes d'amélioration en 2010 et début 2011, ainsi qu'une brève et modeste augmentation globale de la croissance des prêts en zone euro, les évolutions de l'enquête BLS ont signalé une reprise inégale d'un pays à l'autre de la zone euro. En France et en Allemagne, les critères d'octroi de crédit des banques et les marges sur les crédits à risque moyen appliquées aux entreprises se sont assouplis sur la période allant du troisième trimestre 2009 au deuxième trimestre 2011. En revanche, en Italie et en Espagne, le durcissement des critères d'octroi de prêts aux entreprises s'est poursuivi et les marges sur les prêts à risque moyen et sur les prêts plus risqués se sont

principalement élargies pour les prêts aux entreprises, à mesure que des signes indiquant des risques de crise de la dette souveraine apparaissaient, puis s'intensifiaient. La distribution des taux débiteurs appliqués aux entreprises des pays de la zone euro a confirmé l'hétérogénéité élevée des conditions d'octroi des prêts¹². Pour les prêts au logement, le durcissement net des critères d'octroi s'est atténué dans chacun de ces quatre pays de la zone euro, mais les marges sur les prêts moyens et les marges sur les prêts plus risqués se sont encore élargies en Italie et en Espagne. De plus, la demande de prêts au logement est restée faible, en particulier en Espagne, à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière et hypothécaire qui avait précédé la crise financière mondiale.

Les importantes divergences de rendements des obligations souveraines entre les pays de la zone euro ont également eu des répercussions sur l'accès des banques au financement et sur les conditions d'octroi des prêts bancaires.

Le creusement des écarts de rendement souverains pendant la crise de la dette souveraine a entraîné des difficultés accrues pour les banques en matière de collecte de liquidité sur le marché interbancaire et, *in fine*, s'est traduit par des conditions d'octroi de prêts divergentes entre les pays. Dans ce contexte, les banques de la zone euro ont fait état d'une nette détérioration de leur accès au financement sur l'ensemble des compartiments de marchés sur la période 2011-2012, identifiant les tensions souveraines comme cause principale (graphique 3, partie b et graphique 4). Conformément à cette interprétation, les mesures de politique monétaire adoptées au cours de la première phase de la crise de la dette souveraine, tels que les opérations principales de refinancement sous forme d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions et les deux opérations de refinancement à très long terme d'une durée de trois ans (VLTRO) en 2011 et en 2012, ont contribué à atténuer l'effet modérateur de la crise de la croissance des prêts, mais n'a pas empêché la contraction de prêts fin 2011 et au premier semestre 2012¹³. C'est seulement avec le discours du 26 juillet 2012 du président de la BCE de l'époque, Mario Draghi sur le « quoi qu'il en coûte » (*whatever it takes*) et l'introduction des opérations monétaires sur titres le 2 août 2012 que l'on a commencé à s'attaquer vigoureusement aux causes profondes de la fragmentation des conditions d'octroi des prêts bancaires (graphique 4).

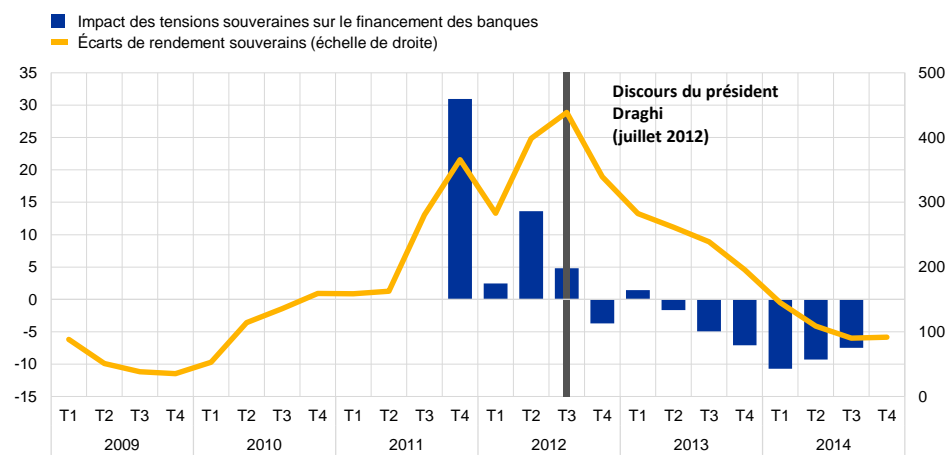
¹² Cf. également Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), « *Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 110, 2020, p. 81-98.

¹³ Cf. Ciccarelli (M.), Maddaloni (A.) et Peydró (J.-L.), « *Heterogeneous transmission mechanism – Monetary policy and financial fragility in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1527, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2013. Sur l'impact des VLTRO sur l'offre de crédit, cf. Darracq Paries (M.) et De Santis (R.), « *A non-standard monetary policy shock – The ECB's 3-year LTROs and the shift in credit supply* », *Working Paper Series*, n° 1508, BCE, Francfort-sur-le-Main, janvier 2013.

Graphique 4

Impact des tensions souveraines sur le financement des banques

(échelle de gauche : pourcentages nets de banques ; échelle de droite : points de base par an)



Sources : BCE (enquête BLS), Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : L'écart de rendement souverain est le rendement moyen à cinq ans en Italie et en Espagne moins le rendement moyen en Allemagne et en France, à une fréquence trimestrielle. Les pourcentages nets agrégés sont fondés sur une question ad hoc de l'enquête BLS relative à l'effet exercé sur les conditions de financement des banques par des facteurs spécifiques (par exemple, l'exposition directe à la dette souveraine, la valeur du collatéral souverain disponible pour les transactions sur le marché interbancaire), compte tenu des tensions sur le marché de la dette souveraine européenne. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2014 pour l'impact des tensions souveraines sur le financement des banques et au quatrième trimestre 2014 pour l'écart de rendement souverain.

4 L'impact de la politique monétaire non conventionnelle et des exigences prudentielles sur les conditions d'octroi des prêts bancaires – 2014-2019

L'enquête BLS a opportunément reflété le rôle important joué par les mesures de politique monétaire non conventionnelles supplémentaires de la BCE pour renforcer la transmission par le canal bancaire¹⁴. En réponse à la faiblesse

persistante des perspectives d'inflation, la BCE a, début 2014, renforcé, sa panoplie d'instruments afin d'assouplir sa politique monétaire et d'améliorer la transmission de son orientation accommodante. Elle a ainsi introduit une politique de taux d'intérêt négatifs en juin 2014, trois séries d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et l'achat de titres dans le cadre de son programme d'achat d'actifs (APP) à partir d'octobre 2014¹⁵. Les réponses des banques à l'enquête ont permis d'analyser le rôle de chaque outil de politique monétaire non conventionnel dans le soutien de l'offre de crédit. Les banques ont fait état d'une augmentation importante des volumes de prêts liés aux TLTRO, ce qui a contribué à réduire

¹⁴ Pour une explication détaillée des événements et de la logique qui ont présidé à l'introduction des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE, cf. Rostagno (M.) *et al.*, *op. cit.* Cf. également les explications des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE sur le site internet de la BCE, en particulier pour les [programmes d'achat d'actifs](#) et les [TLTRO](#).

¹⁵ Une première série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) a été annoncée le 5 juin 2014, une deuxième série (TLTRO II) le 10 mars 2016 et une troisième série (TLTRO III) le 7 mars 2019.

davantage leurs coûts de financement ¹⁶. Le soutien à l'offre de crédit a également été attribué au taux négatif de la facilité de dépôt et à l'APP (graphique 5), confirmant ainsi la capacité de ces mesures à favoriser l'octroi de prêts et à contribuer à l'assouplissement de la politique monétaire également via la transmission par le canal bancaire ¹⁷. L'APP a complété l'orientation accommodante de la politique en améliorant la position de liquidité des banques (graphique 5) par le biais d'une augmentation des dépôts des clients et de la cession d'actifs négociables. Cette évolution est allée de pair avec une diminution du portefeuille d'obligations souveraines des banques, ce qui témoigne du rôle de l'APP dans l'augmentation de l'attrait relatif de la création de crédit ¹⁸. En ligne avec leurs réponses sur l'offre de crédit, un important pourcentage net de banques a également fait le lien entre les outils de politique monétaire non conventionnels et la réduction des marges sur prêts ainsi que l'assouplissement des critères d'octroi de crédit (graphique 5) ¹⁹.

¹⁶ S'agissant d'important soutien des TLTRO aux conditions d'octroi de prêts, cf. l'article intitulé « [Les TLTRO III et les conditions d'octroi de prêts bancaires](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021. Cf. également Altavilla (C.), Barbiero (F.), Boucinha (M.) et Burlon (L.), « [The Great Lockdown: Pandemic response policies and bank lending conditions](#) », *European Economic Review*, vol. 156, 2023, et Andreeva (D.C.) et García-Posada (M.), « [The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition](#) », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, 2021.

¹⁷ S'agissant des données de l'enquête BLS relatives à l'incidence de la politique de taux d'intérêt négatifs, cf. également l'article intitulé « [Les taux négatifs et la transmission de la politique monétaire](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2020. S'agissant de l'incidence de l'APP, cf. Altavilla (C.), Boucinha (M.), Holton (S.) et Ongena (S.), « [Credit Supply and Demand in Unconventional Times](#) », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 53, n° 8, 2021, p. 2071-2098, et Albertazzi (U.), Becker (B.) et Boucinha (M.), « [Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset purchase programs: Evidence from the euro area](#) », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 48, 2021.

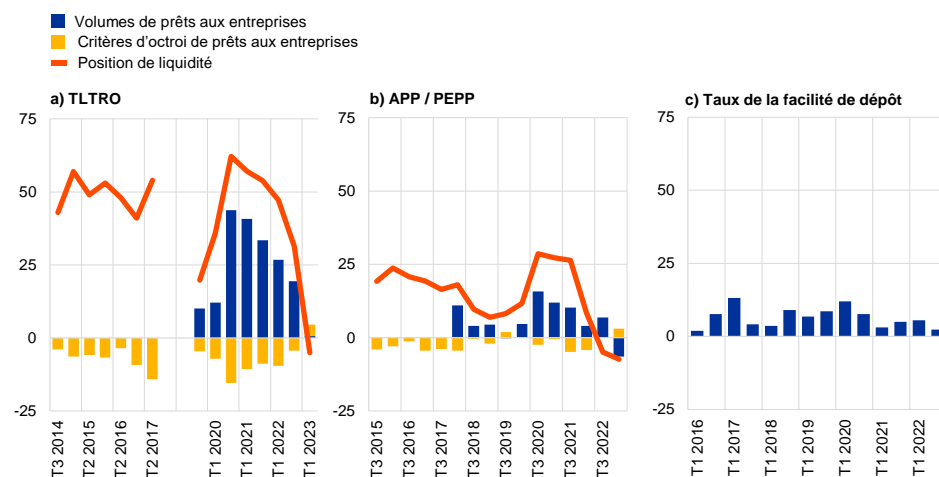
¹⁸ Pour les réponses des banques concernant l'évolution de leurs portefeuilles d'obligations souveraines au titre de l'APP, cf. par exemple les rapports en ligne de l'enquête BLS pour le [premier trimestre 2016](#), le [troisième trimestre 2016](#), le [premier trimestre 2017](#) et le [troisième trimestre 2017](#).

¹⁹ Pour les réponses des banques attestant de l'effet d'assouplissement des TLTRO sur leurs modalités et conditions, cf., par exemple, les rapports en ligne de l'enquête BLS pour le [quatrième trimestre 2014](#) (TLTRO I), le [quatrième trimestre 2016](#) (TLTRO II), le [quatrième trimestre 2019](#) (TLTRO III) et le [premier trimestre 2021](#) (TLTRO III). Pour les résultats documentant l'effet d'assouplissement du programme étendu d'achat d'actifs (APP) sur les modalités et conditions et sur les marges nettes d'intérêt des banques, cf. par exemple les rapports en ligne de l'enquête BLS pour le [premier trimestre 2016](#), le [premier trimestre 2017](#) et le [troisième trimestre 2020](#).

Graphique 5

Impact des mesures de politique monétaire non conventionnelles de la BCE sur les prêts bancaires, les critères d'octroi de crédit et la position de liquidité

(pourcentages nets de banques faisant état d'une augmentation des volumes de prêts, d'un assouplissement des critères d'octroi de crédit ou d'une amélioration de leur position de liquidité)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : les périodes indiquées sur l'axe des abscisses se réfèrent aux périodes respectives couvertes par les questions semestrielles – par exemple, T1 2023 pour la période T4 2022 – T1 2023. Impact des première et deuxième séries d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), du T3 2014 au T2 2017, sur la base d'une question orientée (*one-sided*) portant uniquement sur l'effet d'assouplissement sur les critères d'octroi. Impact de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées du T3 2019 au T1 2023. Impact sur les critères d'octroi et la position de liquidité non disponible pour le taux de la facilité de dépôt. Impact sur les volumes de prêts non disponibles pour les TLTRO II, et pour l'APP/PEPP avant le T1 2018. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023 pour les TLTRO, l'APP et le programme d'achat d'urgence face à la pandémie (PEPP, introduit en mars 2020), et au troisième trimestre 2022 pour le taux de la facilité de dépôt.

L'enquête BLS a également fourni des indications précoces sur les effets des outils non conventionnels de politique monétaire sur la rentabilité des banques.

Dans l'ensemble, les estimations indiquent que les mesures non conventionnelles ont eu une incidence globalement neutre sur la rentabilité des banques entre 2014 et 2019 (cf. section 6 pour l'impact du resserrement de la politique monétaire sur la situation financière des banques). D'une part, les mesures non conventionnelles ont eu un effet positif significatif en raison de l'augmentation des volumes de prêts et de la réduction des coûts de provisions et de dépréciation, ainsi que des effets de plus courte durée liés aux plus-values²⁰. D'autre part, dans leurs réponses à l'enquête BLS, les banques ont associé la politique de taux d'intérêt négatifs et l'APP à une détérioration de leur rentabilité globale (graphique 6), reflétant probablement avant tout la compression globale des marges induite par l'assouplissement de la politique monétaire à proximité du plancher effectif des taux, mais également l'impact mécanique défavorable sur la rentabilité de la charge d'intérêt négative sur les excédents de liquidité²¹. L'importance de la rémunération négative des excédents de réserves dans les réponses des banques

²⁰ Cf. Altavilla (C.), Lemke (W.), Linzert (T.), Tapking (J.) et von Landesberger (J.), « *Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014* », *Occasional Paper Series*, n° 278, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2021.

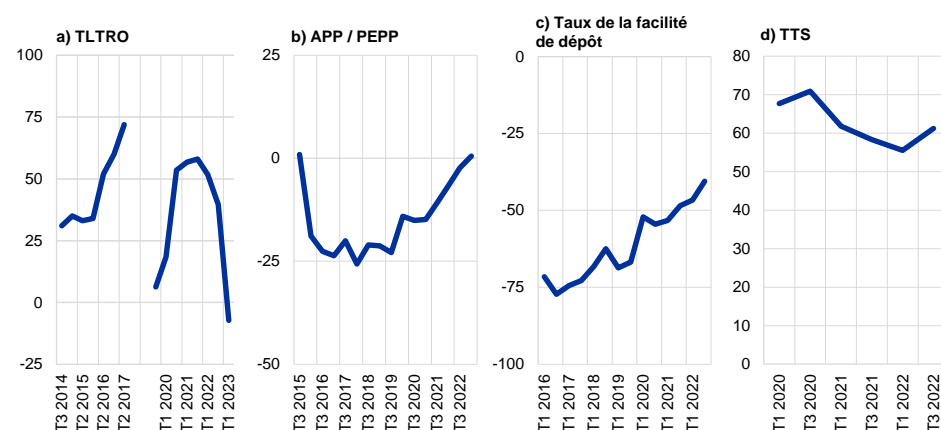
²¹ S'agissant des canaux par lesquels les mesures conventionnelles et non conventionnelles influent sur les revenus nets d'intérêts des banques et d'autres composantes de la rentabilité des banques dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt, cf. Altavilla (C.), Boucinha (M.) et Peydró (J.L.), « *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment* », *Economic Policy*, vol. 33, n° 96, octobre 2018, p. 531-586.

implique également que l'introduction du système à deux paliers (TTS), qui a été explicitement adopté pour soutenir la transmission de la politique monétaire par le canal bancaire tout en préservant la contribution positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante, a amené la grande majorité des banques participantes à faire état d'un effet bénéfique²². Parallèlement, les TLTRO ont également soutenu la rentabilité des banques dans une certaine mesure, en comprimant leurs coûts de financement et en permettant une forte expansion du crédit.

Graphique 6

Impact des instruments de politique monétaire non conventionnels de la BCE sur la rentabilité des banques

(pourcentages nets de banques indiquant une amélioration)



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

Notes : les périodes indiquées sur l'axe des abscisses se réfèrent aux périodes respectives couvertes par les questions semestrielles – par exemple, T1 2023 pour la période T4 2022 – T1 2023. Impact des première et deuxième séries d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) du T3 2014 au T2 2017. Impact de la troisième série de TLTRO du T3 2019 au T1 2023. L'impact sur la rentabilité n'est pas indiqué pour le taux de la facilité de dépôt et le système à deux paliers ; en revanche, l'impact sur les revenus nets d'intérêts est indiqué pour ces instruments. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023 pour les TLTRO, l'APP et le PEPP, et au troisième trimestre 2022 pour le taux de la facilité de dépôt et le système à deux paliers.

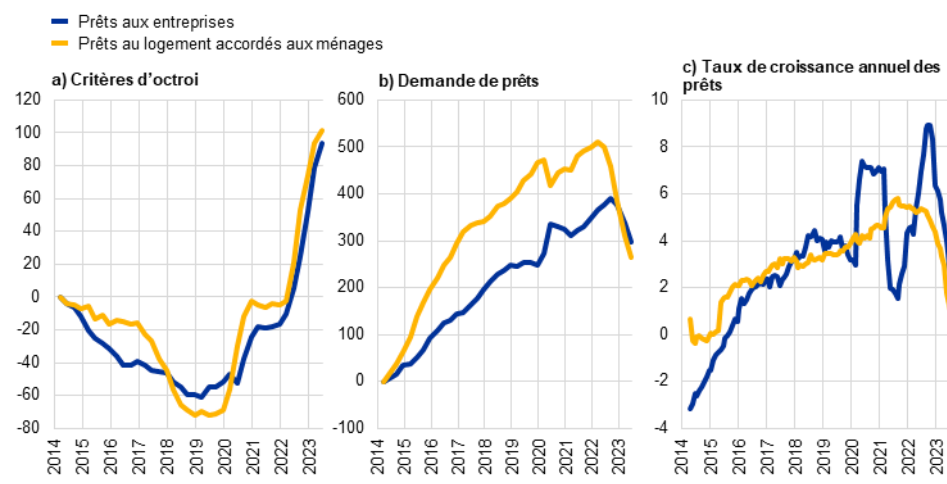
Les réponses des banques à la série de questions spécifiques liées à la politique monétaire non conventionnelle montrent la richesse des données que l'enquête BLS a pu fournir concernant l'impact des mesures de politique monétaire de la BCE sur la situation financière des banques, les conditions d'octroi des prêts bancaires et les volumes de prêts. En réponse au caractère accommodant de la politique monétaire sur la période, les banques ont, pour la plupart, assoupli leurs critères d'octroi de nouveaux prêts aux entreprises et de prêts au logement entre le deuxième trimestre 2014 et le premier trimestre 2019. Cela s'est accompagné d'une reprise de la demande de prêts et d'une croissance effective des prêts aux entreprises et des prêts au logement (graphique 7).

²² Le système à deux paliers (TTS) a été appliqué par la BCE de septembre 2019 à septembre 2022. Il a introduit un taux de rémunération différent pour une partie de l'excédent des avoirs de réserve d'un établissement de crédit par rapport aux réserves obligatoires. En particulier, le système à deux paliers a été utilisé pour qu'une partie de ces avoirs ne soit pas soumise à la rémunération négative correspondant au taux applicable à la facilité de dépôt Cf. Boucinha (M.), Burlon (L.), Corsi (M.), Della Valle (G.), Eisenschmidt (J.), Marmara (I.), Pool (S.), Schumacher (J.) et Vergote (O.), « *Two-tier system for remunerating excess reserve holdings* », *Occasional Paper Series*, n° 302, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2022.

Graphique 7

Conditions d'octroi des prêts bancaires, demande de prêts, prêts bancaires aux entreprises et prêts au logement accordés aux ménages, 2014-2023

(parties a) et b) : pourcentages nets cumulés des banques ; partie c) : taux de croissance annuels)



Sources : BCE (enquête BLS et données de bilan (BSI)) et calculs de la BCE.

Notes : Cf. les notes du graphique 1. Le cumul débute au deuxième trimestre 2014 (période de référence = T1 2014). Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

Les mesures prudentielles et les exigences réglementaires ont incité les banques à accumuler des fonds propres et à adopter des pratiques plus prudentes en matière d'octroi de prêts, sans entraver la transmission de l'assouplissement de la politique monétaire aux conditions d'octroi des prêts.

Les banques ont fait état d'une augmentation de leurs fonds propres et d'une réduction des actifs pondérés des risques, afin de se conformer aux exigences prudentielles (graphique 8, partie a) dans le contexte de la réforme des exigences de Bâle II²³. Au cours des premières années qui ont suivi l'annonce de mesures visant à réformer les exigences de Bâle II et à mettre en œuvre un mécanisme de surveillance unique dans l'Union européenne (2011-2013), les réponses des banques à l'enquête BLS ont fait état d'un effet de durcissement des exigences prudentielles sur leurs critères d'octroi de crédit, reflétant leurs efforts accrus vers une accumulation de capital et un assainissement des bilans²⁴. Conformément à la nature prudentielle des exigences, la diminution des actifs des banques pondérés des risques a résulté d'une réduction relative des prêts plus risqués. Cela est en ligne avec l'impact globalement neutre des exigences prudentielles sur les critères d'octroi de crédit sur la période 2014-2019, après l'effet de durcissement observé précédemment. En d'autres termes, les données tirées de l'enquête BLS suggèrent qu'en soi, les exigences prudentielles et réglementaires plus strictes n'ont pas

²³ Le Parlement européen a publié sa résolution sur Bâle II et la révision des directives sur les exigences de fonds propres le 7 octobre 2010. Le cadre complet de Bâle III a été publié par la BRI en décembre 2010 et actualisé en juin 2011. Les exigences de Bâle III ont été intégrées dans le droit de l'UE via le paquet CRR/CRD IV, qui comprend le règlement sur les exigences de fonds propres (CRR, 575/2013/UE) et la directive sur les exigences de fonds propres (CRD, 2013/36/UE), applicables depuis janvier 2014. La mise en œuvre intégrale des exigences de Bâle III a fait l'objet de plusieurs extensions, jusqu'à son application complète au 1^{er} janvier 2023. Le règlement relatif au mécanisme de surveillance unique (1024/2013/UE) a été publié par le Parlement européen en octobre 2013.

²⁴ Cf. également Köhler-Ulbrich (P.) *et al.*, *op. cit.*

entravé la transmission du caractère accommodant de la politique monétaire après 2014, mais qu'elles ont plutôt contribué à contenir les niveaux injustifiés de prise de risque par les banques ²⁵.

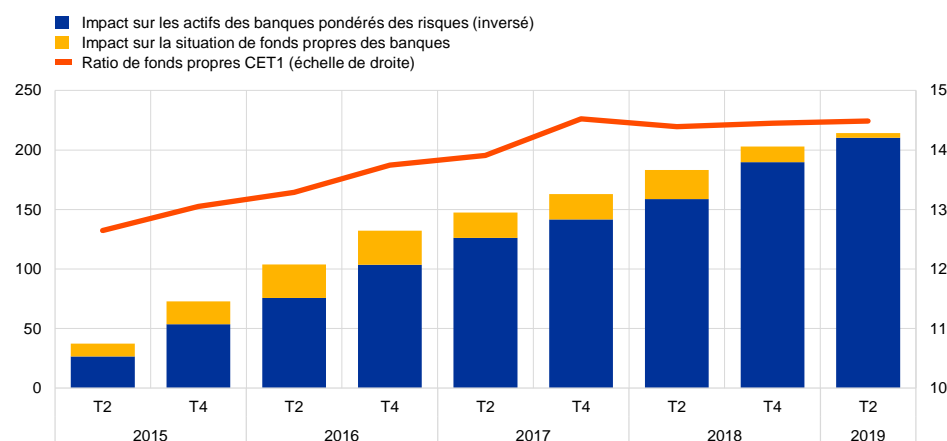
²⁵ Cf. également, par exemple, Altavilla (C.), Boucinha (M.), Peydró (J.L.) et Smets (F.), « [Banking supervision, monetary policy and risk-taking : big data evidence from 15 credit registers](#) », *Working Paper Series*, n° 2349, BCE, Francfort-sur-le-Main, janvier 2020, et Albertazzi (U.) *et al.*, « [Monetary policy and bank stability : the analytical toolbox reviewed](#) », *Working Paper Series*, n° 2377, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2020.

Graphique 8

Impact des exigences prudentielles et réglementaires et des ratios de prêts non performants (NPL) des banques

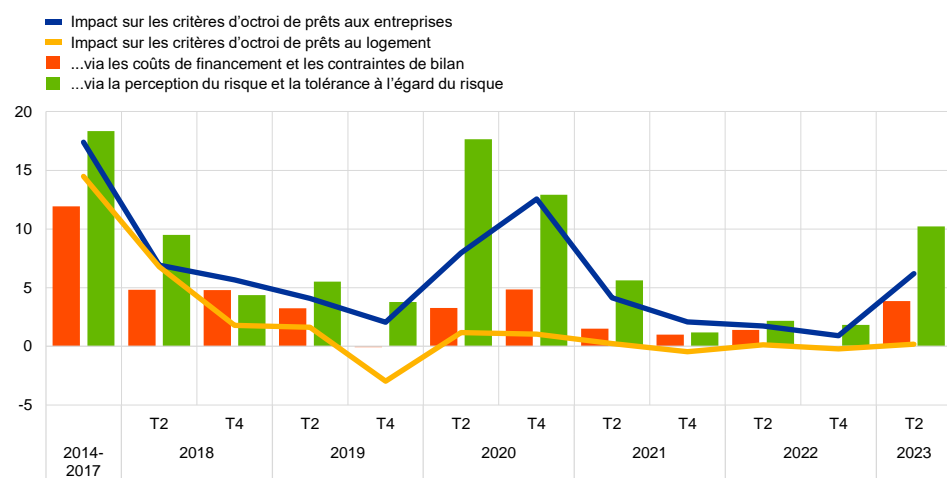
a) Impact des exigences prudentielles et réglementaires et évolution des ratios effectifs de fonds propres CET1 des banques

(échelle de gauche : pourcentages nets cumulés des banques faisant état d'une augmentation ; échelle de droite : pourcentages des actifs pondérés des risques)



b) Impact des ratios de NPL

(pourcentages nets de banques faisant état d'un effet de resserrement des ratios de NPL)



Sources : BCE (Enquête BLS et données bancaires consolidées).

Notes : partie a), échelle de gauche : Les pourcentages nets de l'impact sur les actifs pondérés des risques tirés de l'enquête BLS sont inversés, de sorte que les diminutions des actifs pondérés des risques sont présentées comme des contributions positives aux ratios de fonds propres des banques. Partie b), échelle de droite : Données bancaires consolidées relatives au ratio de fonds propres CET1 des banques. Partie b) : L'impact des ratios de NPL sur les critères d'octroi des banques pour les prêts aux entreprises et pour les prêts aux ménages pour l'achat d'un logement. La rubrique « via les coûts de financement et les contraintes de bilan » correspond à la moyenne non pondérée de : a) les coûts liés à la situation de fonds propres des banques ; b) les coûts liés aux opérations d'assainissement des bilans des banques ; c) les pressions liées aux exigences prudentielles ou réglementaires. La rubrique « via les perceptions du risque et la tolérance au risque » est la moyenne non pondérée de ces deux facteurs. Les ratios de NPL sont définis comme les prêts et avances non performants, bruts des dépréciations, en pourcentage du total des prêts et des avances. Les dernières observations se rapportent au second trimestre 2019 pour la partie a) et au second trimestre 2023 pour la partie b).

L'inscription au bilan des banques des actifs gérés en extinction plus risqués les ont incitées à durcir leurs politiques en matière de prêts.

Cette pression s'est exercée via l'augmentation des coûts de financement et des contraintes de bilan (les banques ayant un niveau élevé de NPL tendent à être confrontées à des conditions de marché moins favorables et supportent également la charge des coûts de tout processus d'assainissement), et une plus faible tolérance au risque (le coût d'opportunité de la distribution de prêts est plus important pour les banques ayant un

niveau élevé de NPL) (graphique 8, partie b). Au fil du temps, cet effet de durcissement s'est atténué, reflétant la baisse progressive des ratios de NPL réalisés. Cette baisse a été soutenue par l'amélioration généralisée de la qualité des emprunteurs en raison de l'orientation accommodante de la politique monétaire, ainsi que par des processus actifs d'assainissement via des cessions et des titrisations par les banques.

5 La distribution du crédit bancaire pendant la pandémie de COVID-19 – 2020-2021

L'enquête BLS a fourni l'un des premiers aperçus de l'évolution des conditions du crédit en réponse à l'apparition de la pandémie de COVID-19.

Le calendrier de l'enquête d'avril 2020 sur la distribution du crédit bancaire a permis d'obtenir très rapidement un instantané des conditions du crédit et de voir comment les banques ont réagi à l'imposition de restrictions sociétales, à l'orientation plus accommodante de la politique monétaire et aux mesures de politique budgétaire expansionniste, ainsi qu'à l'incertitude élevée. Les indications précoces au premier trimestre 2020 ont montré un durcissement des critères d'octroi de crédits moins important pour les prêts aux entreprises que pour les prêts aux ménages (graphique 9, partie a). Le durcissement plus limité des critères d'octroi de prêts aux entreprises au premier trimestre et l'assouplissement attendu au deuxième trimestre 2020 ont donné un premier aperçu de l'effet des vastes dispositifs publics annoncés pour soutenir les entreprises dès le début de la pandémie, tandis que l'on s'attendait à un nouveau durcissement des critères d'octroi de prêts aux ménages en raison des perceptions du risque. Durant les premières phases de la pandémie, au premier et surtout au deuxième trimestre de 2020, la demande de prêts des entreprises a fortement augmenté dans un contexte de « course au cash » à grande échelle, et de demande plus élevée de prêts à court terme, à un moment où les recettes ont commencé à s'effondrer dans certains secteurs ²⁶.

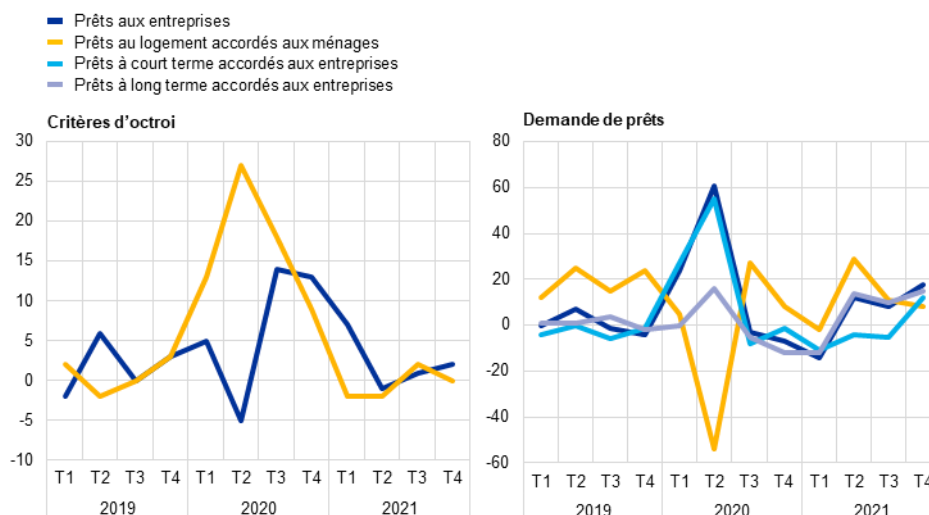
²⁶ Cf. l'encadré intitulé « Les facteurs déterminant la demande de prêts des entreprises dans la zone euro – ce qui a changé durant la pandémie de COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

Graphique 9

Durcissement net des critères d'octroi de crédit pendant la pandémie de COVID-19 et augmentation nette de la demande de prêts par catégories de prêts

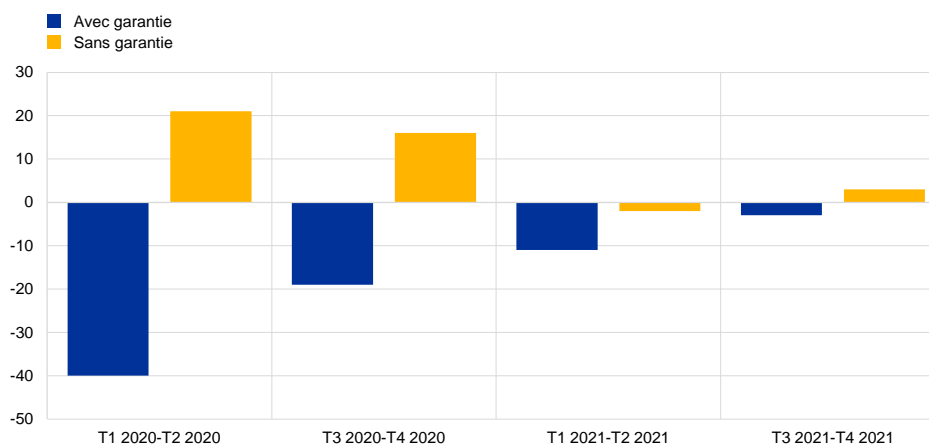
a) Critères d'octroi de crédit et demande de prêts

(pourcentages nets de banques)



b) Critères d'octroi de prêts avec et sans garanties publiques

(pourcentages nets de banques)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : Partie b) : Les réponses des banques sont basées sur une question spécifique de l'enquête BLS portant sur l'évolution des critères d'octroi des banques et de la demande de prêts assortis de garanties publiques liées à la pandémie et de prêts non assortis de garanties publiques. Cette question spécifique est incluse dans l'enquête BLS depuis la vague d'enquête de janvier 2021, fournissant des informations sur les premier et second semestres 2020, jusqu'à l'enquête de janvier 2022, qui fournit des informations sur le second semestre 2021. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2021.

Reflétant les particularités de la pandémie, l'enquête BLS a également fait ressortir des dynamiques différentes s'agissant de la demande de prêts entre les entreprises et les ménages et entre les prêts à court et à long termes.

Contrastant avec la forte hausse de la demande de prêts des entreprises, la demande de prêts des ménages a diminué rapidement durant les premières phases de la pandémie (graphique 9, partie a). L'incertitude élevée relative aux perspectives de revenus et la chute associée de la confiance des consommateurs et de la consommation effective, conjuguées à un manque d'opportunités pour réaliser des investissements dans l'immobilier résidentiel dans le contexte des mesures

d'endiguement, ont conduit à cette forte baisse de la demande de prêts. De plus, la demande des entreprises a bien plus augmenté pour les prêts à court terme que pour ceux à long terme, reflétant un besoin important de financements à plus court terme, en raison de la forte baisse des revenus au début de la pandémie. Il est intéressant de noter que durant cette période, la demande de prêts à plus long terme de la part des entreprises est tout d'abord restée positive, mais plus modérée que pour les prêts à court terme, affichant par conséquent un découplage par rapport aux évolutions de l'investissement fixe, qui a fortement baissé. Historiquement, la demande de prêts à des fins d'investissement fixe est fortement corrélée avec la demande de prêts à long terme. Durant la pandémie, toutefois, la demande de prêts à long terme a légèrement augmenté, renforcée par des conditions de crédit favorables, tandis que les besoins de financement pour l'investissement fixe ont fortement diminué, reflétant le recul concomitant très prononcé de l'investissement des entreprises. Cette évolution a reflété un environnement dans lequel les dépenses en capital ont été reportées par les entreprises pour compenser les pertes de revenus à plus long terme perçues.

Les questions spécifiques de l'enquête BLS ont contribué à mettre en évidence le soutien important apporté par les autorités budgétaires, monétaires et de surveillance prudentielle dans un contexte d'incertitude généralisée. Au pic de la pandémie de COVID-19, la BCE a annoncé des mesures de grande ampleur pour soutenir le fonctionnement des marchés du crédit, telles qu'un recalibrage des conditions des opérations TLTRO III avec des conditions très accommodantes pour les banques, l'expansion de l'APP et le lancement du PEPP. Les résultats de l'enquête BLS ont permis une bonne anticipation de l'effet d'assouplissement apporté par ces mesures tout au long de la pandémie. De plus, le soutien des autorités budgétaires a été mis en évidence dans une question spécifique de l'enquête BLS portant sur les différences en matière de conditions d'octroi des prêts aux entreprises avec et sans les garanties publiques liées à la pandémie. Les prêts garantis ont connu un assouplissement net des critères d'octroi, en particulier durant les premières phases de la pandémie, tandis que les prêts non garantis ont enregistré un durcissement net de ces critères (graphique 9, partie b) ²⁷.

6 Le resserrement de la politique monétaire et les fluctuations de l'offre et de la demande de crédit depuis 2022

Dans le contexte du resserrement récent de la politique monétaire, les informations fournies par l'enquête BLS sont devenues particulièrement importantes pour évaluer l'offre et la demande de crédit dans la zone euro. Compte tenu de la forte hausse de l'inflation en 2021 et 2022 et de l'anticipation d'une inflation trop élevée pendant un certain temps, l'ampleur et la rapidité des relèvements des taux directeurs de la BCE ont été exceptionnelles, avec pour

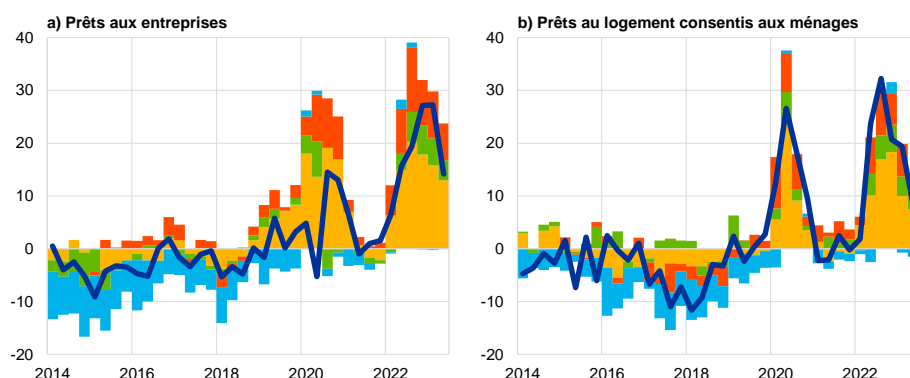
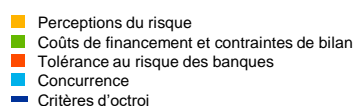
²⁷ Cf. les rapports BLS sur le site internet dans lesquels cette question spécifique a été incluse, par exemple pour le [quatrième trimestre 2020](#). Cf. également Falagiarda (M.) et Köhler-Ulbrich (P.), « *Bank Lending to Euro Area Firms – What Have Been the Main Drivers During the COVID-19 Pandemic?* », *European Economy – Banks, Regulation, and the Real Sector*, 2021.

objectif de ramener l'inflation au plus tôt vers la cible de la BCE de 2 %²⁸. De plus, la fin des achats nets d'actifs de la BCE dans le cadre du PEPP et de l'APP en mars 2022 et juin 2022, respectivement, l'arrêt des réinvestissements dans le cadre de l'APP à compter de juillet 2023, le recalibrage des conditions des TLTRO III en octobre 2022 ainsi que l'arrivée à échéance des opérations TLTRO III ont renforcé les pressions en faveur d'un durcissement des conditions des prêts bancaires. Dans cet environnement, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont nettement durcis depuis début 2022 (graphique 10, partie a), reflétant la rapidité et l'ampleur du resserrement de la politique monétaire et sa transmission correspondante par le biais des banques. Dans le même temps, l'ampleur cumulée du durcissement enregistré par l'enquête BLS est restée inférieure au durcissement observé durant la crise financière mondiale (graphique 7, partie a, par rapport au graphique 1), en partie en raison des rôles différents des facteurs contributifs de l'enquête BLS au cours des deux périodes de durcissement.

Graphique 10

Importance des facteurs exerçant un impact sur les critères d'octroi, 2014-2023

(pourcentages nets de banques)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : Cf. les notes du graphique 2. La « tolérance au risque des banques » a été introduite dans le questionnaire de l'enquête au premier trimestre 2015. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

Une perception accrue du risque par les banques, une diminution de leur tolérance au risque et, dans une moindre mesure, la situation de leur bilan ont été les principaux déterminants des critères d'octroi des banques au cours du cycle de durcissement intervenu depuis 2022. L'importance de la perception du risque et de la diminution de la tolérance au risque à l'heure actuelle reflète en partie la transmission globale du resserrement de la politique monétaire, compte tenu des préoccupations des banques relatives aux risques de refinancement ou de remboursement des emprunteurs, en particulier pour les entreprises fortement endettées, avec des liquidités et des revenus faibles dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et d'inflation élevée (graphique 10, partie a). Dans ce contexte, les ratios de prêts non performants (*non-performing loans*, NPL) sont réapparus comme

²⁸ Cf, par exemple, les déclarations de politique monétaire de la BCE du 21 juillet 2022 et du 14 septembre 2023.

facteur de durcissement des conditions d'octroi pour les prêts aux entreprises (graphique 8, partie b), bien que de manière relativement modérée jusqu'à présent. Dans le même temps, la contribution plus faible de la situation bilancielle des banques, par rapport à sa contribution élevée au durcissement durant la crise financière mondiale (graphique 10, comparé au graphique 2), reflète probablement la situation de fonds propres globalement plus solide des banques de la zone euro grâce au cadre réglementaire et prudentiel harmonisé et renforcé, ainsi que l'existence d'instruments de politique monétaire spécifiquement conçus pour empêcher une fragmentation non souhaitable, telle que l'instrument de protection de la transmission.

Les éléments ressortant de l'épisode de resserrement récent montrent qu'un durcissement significatif des critères d'octroi, associé à une limitation de l'offre de crédit, n'a pas besoin d'être associé à un épisode de crise bancaire, et qu'il peut même intervenir lors d'une période de redressement du revenu des banques. Un durcissement des critères d'octroi peut intervenir même lors d'une période caractérisée par une capitalisation solide et une rentabilité satisfaisante des banques. Le durcissement des critères d'octroi est une caractéristique générale qui accompagne une phase de resserrement de la politique monétaire et affecte l'offre de crédit par le biais de plusieurs canaux, tels que le canal du taux d'intérêt, le canal du crédit bancaire (qui se rapporte à l'augmentation des coûts de financement des banques et à la volonté d'accorder des prêts), le canal du bilan (en référence à la solvabilité des emprunteurs) et le canal de la prise de risque (en référence à la volonté des banques de tolérer les risques).

La hausse des taux d'intérêt dans le contexte d'un resserrement de la politique monétaire a constitué un facteur majeur à l'origine de la baisse de la demande de prêts aux entreprises et de prêts au logement. La demande de prêts a fortement diminué depuis 2022, en particulier pour les prêts au logement, dont le recul net a débuté au deuxième trimestre 2022. Pour les entreprises, cette évolution est intervenue un peu plus tard, au quatrième trimestre 2022 (en raison de la forte hausse de la demande dans le contexte de la crise de l'énergie) (graphique 7, partie b). Cette évolution fait suite à une période prolongée de hausses nettes de la demande de prêts depuis 2014, interrompue par la pandémie. Elle reflète en partie le rôle plus large du canal du taux d'intérêt de la politique monétaire, dans la mesure où le resserrement de celle-ci entraîne une hausse des coûts d'emprunt (notamment via un déplacement vers l'intérieur de la courbe de l'offre de prêts), freinant ainsi la croissance économique et la demande de prêts (ce qui se manifesterait par un déplacement vers le bas de la courbe de la demande de prêts). La réaction particulièrement forte de la demande de prêts au logement reflète largement l'élasticité élevée de la demande à la hausse des coûts d'emprunt. Les pressions à la baisse exercées sur la demande de prêts par la hausse des taux d'intérêt se sont accompagnées d'une détérioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel, signalant l'interconnexion de ces facteurs et la baisse récente des prix des logements dans la zone euro.

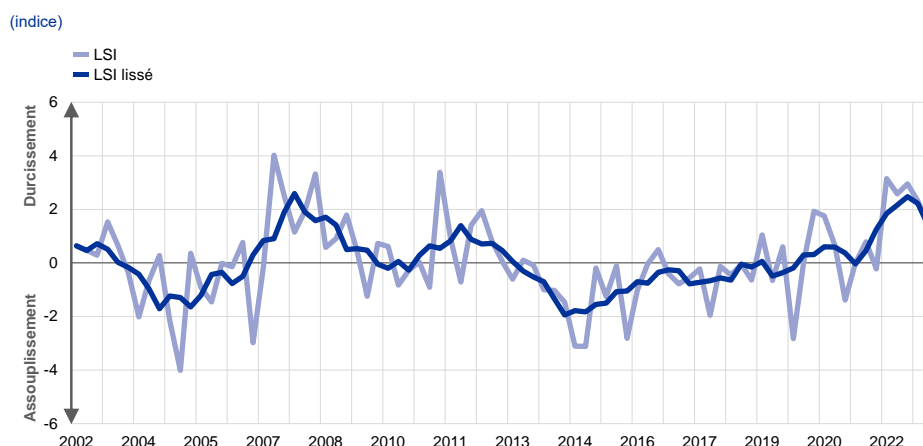
Conformément aux propriétés d'indicateur avancé de l'enquête BLS, le durcissement des critères d'octroi et la baisse de la demande de prêts ont

signalé, à un stade précoce, un ralentissement significatif de la croissance des prêts. Les premières indications tirées de l'enquête BLS ont été confirmées par les évolutions effectives de la croissance des prêts (graphique 7, partie c). L'enquête BLS aide à établir une distinction entre l'offre et la demande de crédit, qui ont toutes deux évolué en réponse au resserrement de la politique monétaire depuis 2022. L'indicateur relatif à l'offre de prêts (*loan supply indicator*, LSI), qui purge les critères d'octroi issus de l'enquête BLS des variations de la demande de prêts au niveau des banques et des conditions macroéconomiques en vigueur en constitue un exemple. En se fondant sur cet indicateur, on peut évaluer dans quelle mesure le durcissement observé des conditions du crédit est dû à des effets d'offre qui s'ajoutent aux variations de la demande de prêts et des conditions macroéconomiques (graphique 11)²⁹. Même s'il est important d'établir une distinction entre l'offre et la demande de crédit pour comprendre les effets de la politique monétaire et l'apparition de contraintes d'offre, il convient de garder à l'esprit que l'impact d'un resserrement de la politique monétaire sur l'offre et sur la demande de crédit est interdépendant. La hausse des taux d'intérêt freine non seulement la demande de prêts, mais elle augmente également les charges d'intérêt et accroît les risques de refinancement des emprunteurs. Parallèlement, via l'effet modérateur du resserrement de la politique monétaire sur l'activité économique, la hausse des taux d'intérêt entraîne une diminution des profits des entreprises et peut conduire à une augmentation des faillites, ce qui réduit l'offre en raison d'un environnement caractérisé par des risques élevés. L'indicateur des critères d'octroi ajustés fait état d'un resserrement marqué de l'offre de crédit depuis 2022, à un taux conforme à celui observé durant la crise financière mondiale, tandis que les pourcentages nets bruts de banques faisant état d'un durcissement des critères d'octroi semblent avoir moins augmenté que durant la crise financière mondiale (graphiques 2 et 10).

²⁹ Pour la construction de l'indicateur relatif à l'offre de prêts (LSI), cf. Altavilla (C.), Darracq Paries (M.) et Nicoletti (G.) « *Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, 2019. Cf. également Lane (P.R.), *op. cit.*

Graphique 11

Indicateur relatif à l'offre de prêts (LSI)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : Indicateur relatif à l'offre de prêts (LSI) pour les prêts bancaires aux entreprises, comme dans Altavilla, Darracq Paries et Nicoletti (2019). La série lissée correspond à une moyenne mobile centrée sur cinq trimestres. Les valeurs positives indiquent un durcissement, tandis que les valeurs négatives indiquent un assouplissement. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

Les questions spécifiques de l'enquête BLS peuvent apporter un éclairage sur les défis auxquels sont confrontées les banques au cours de la période actuelle de resserrement de la politique monétaire, et ce malgré la solidité de leur situation de fonds propres. Une nouvelle question de l'enquête BLS relative à l'impact des hausses des taux d'intérêt de la BCE sur la rentabilité des banques a montré que, même si l'augmentation des marges nettes d'intérêt a eu une incidence positive, les relèvements de taux ont pesé négativement sur la rentabilité en raison d'une baisse des volumes de prêts, d'une augmentation des besoins de provisionnement et, parfois, de pertes de capital sur les portefeuilles de titres des banques³⁰. En outre, même si l'impact des achats d'actifs de la BCE et des TLTRO sur les positions des banques en matière de financement de marché et de liquidité et sur leurs volumes de prêts a été positif lors des périodes de politique monétaire non conventionnelle (section 4), ils ont commencé à peser négativement sur ces rubriques au fur et à mesure de leur suppression progressive – par exemple, avec la fin des achats d'actifs de la BCE (à l'exception des réinvestissements au titre du PEPP) et la baisse de l'encours de liquidité lié aux TLTRO en raison des opérations arrivant à échéance et des remboursements anticipés. Outre l'impact des relèvements des taux directeurs de la BCE, les effets de ces mesures se sont traduits par une baisse des volumes de prêts et un durcissement des critères d'octroi (graphique 5).

L'enquête BLS apporte également un éclairage sur l'existence de poches de vulnérabilités dans le contexte de hausse des taux d'intérêt, en particulier dans certains secteurs économiques et pour les emprunteurs les plus risqués. Les modifications des modalités et conditions pratiquées par les banques témoignent d'un durcissement plus marqué des conditions d'attribution des prêts

³⁰ Une question spécifique semestrielle concernant l'impact des décisions relatives aux taux directeurs de la BCE sur la rentabilité des banques a été introduite dans l'enquête BLS pour le [premier trimestre 2023](#).

bancaires consentis aux entreprises les plus risquées. Premièrement, depuis le quatrième trimestre 2021, les marges sur les prêts se sont élargies nettement plus pour les prêts plus risqués consentis aux entreprises que pour les prêts à risque moyen (graphique 12, partie a). Deuxièmement, les modalités et conditions globales cumulées se sont davantage durcies au cours de cette période pour les prêts aux petites et moyennes entreprises (PME) que pour ceux aux grandes entreprises, les premières étant généralement considérées comme plus risquées en raison de la moindre lisibilité de leurs bilans. Troisièmement, en ligne avec cette évolution, les exigences de garanties ont été davantage renforcées pour les PME que pour les grandes entreprises. L'analyse empirique fondée sur les données au niveau des banques individuelles confirme et renforce ces éléments, montrant que les banques moins bien capitalisées ajustent leurs critères d'octroi en réaction à une hausse des coûts de financement plus fortement que les banques mieux capitalisées, en particulier pour les entreprises présentant un risque de défaut plus élevé ³¹. En outre, les risques de crédit pesant sur les portefeuilles de prêts des banques ont tendance à être plus importants pour certains secteurs économiques, tels que le secteur immobilier. Selon les données de l'enquête BLS, les critères d'octroi des prêts aux secteurs de l'immobilier commercial et résidentiel se sont durcis davantage que dans les autres principaux secteurs économiques depuis début 2022, en phase avec la baisse des prix des logements et l'augmentation des risques associés pesant sur les valeurs des garanties (graphique 12, partie b) ³². De même, dans un contexte de risques toujours élevés entourant le secteur de l'énergie, le secteur manufacturier à forte intensité énergétique a connu un durcissement net plus important des critères d'octroi que le secteur manufacturier considéré dans son ensemble. Cette évolution souligne la valeur globale de l'enquête BLS, qui indique l'existence de poches de risques à un stade précoce.

³¹ Cf. Faccia (D.), Huennekes (F.) et Köhler-Ulbrich (P.), « *What drives banks' credit standards? An analysis based on a large bank-firm panel* », *Working Paper Series*, BCE, Francfort-sur-le-Main, à paraître.

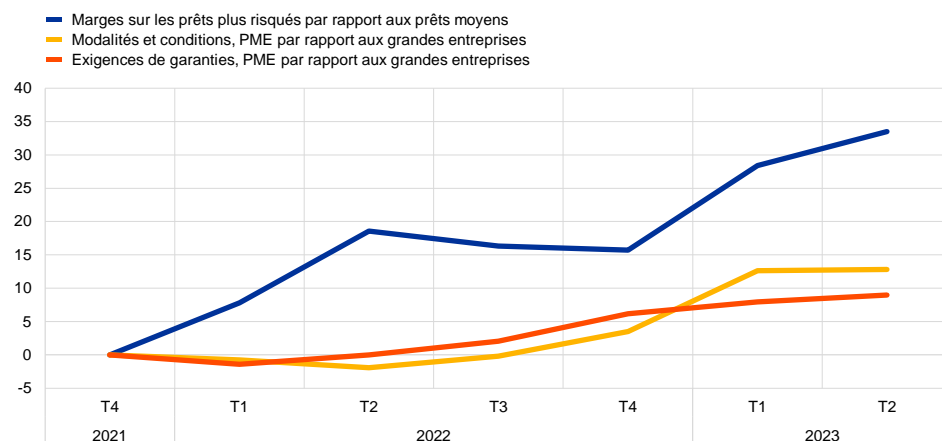
³² En comparaison avec le secteur manufacturier, la construction, le commerce de gros et de détail et les services. Le secteur manufacturier à forte intensité énergétique n'est pas inclus dans cette comparaison, cette ventilation n'ayant été introduite que sur la période T3 2022-T4 2022.

Graphique 12

Conditions d'attribution des prêts bancaires pour une sélection de catégories de prêts aux entreprises et critères d'octroi pour une sélection des principaux secteurs économiques

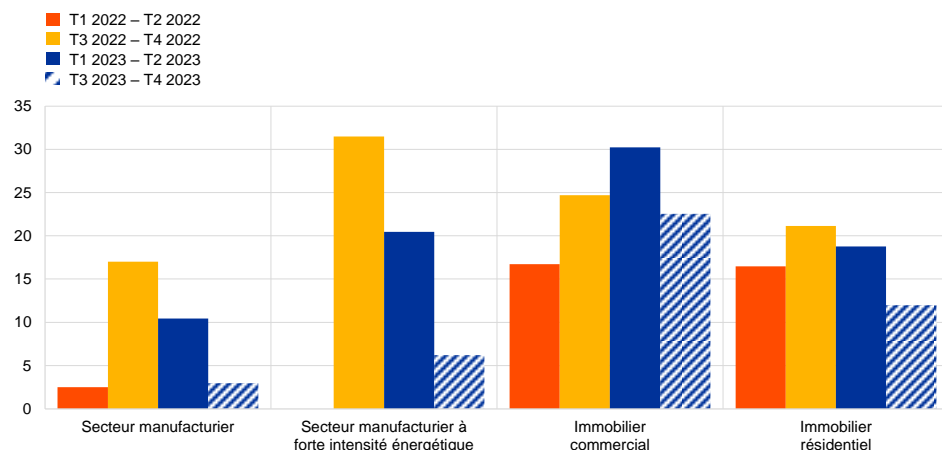
a) Conditions d'attribution des prêts bancaires

(différences entre les pourcentages nets cumulés depuis le quatrième trimestre 2021)



b) Critères d'octroi

(pourcentages nets des banques)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : partie a) : Différences entre les pourcentages nets cumulés des marges sur les prêts plus risqués par rapport aux prêts à risque moyen et différences entre les pourcentages nets cumulés des conditions d'attribution pour les prêts aux PME par rapport aux prêts aux grandes entreprises. Partie b) : Le « secteur manufacturier à forte intensité énergétique » correspond à une ventilation du secteur manufacturier qui a été introduite sur la période T3 2022 – T4 2022. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 et les anticipations à la période T3 2023 – T4 2023.

7 Conclusions

Au cours des vingt dernières années, l'enquête BLS est devenue un outil important pour analyser les conditions d'attribution des prêts bancaires dans la zone euro et renseigner la politique monétaire sur les variations de l'offre et de la demande de crédit. L'enquête a contribué à une meilleure compréhension des conditions d'attribution des prêts bancaires dans la zone euro et a fourni des indications précoces sur les évolutions de la croissance des prêts sur un horizon de quelques trimestres. En outre, elle a apporté un éclairage sur l'impact des mesures

de politique monétaire de la BCE sur l'activité de prêt bancaire, ainsi que sur d'autres facteurs importants influant sur la transmission de la politique monétaire par les banques, tels que les mesures prudentielles ou budgétaires. D'après l'enquête, les banques de la zone euro semblent avoir réagi au resserrement de la politique monétaire entamé en 2022 par un durcissement net immédiat et significatif de leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et aux ménages. Cette situation contraste avec le durcissement tardif des critères d'octroi lié à la perception d'un risque faible au cours de la période de resserrement de la politique monétaire qui a précédé la crise financière mondiale. De plus, la transmission des hausses des taux directeurs de la BCE a entraîné une forte baisse de la demande de prêts.

L'enquête BLS continue d'évoluer et de s'adapter aux nouvelles préoccupations des décideurs ; tout récemment, l'enquête a inclus une nouvelle question spécifique relative à l'impact du changement climatique sur les prêts bancaires aux entreprises. À plus long terme, l'enquête BLS continuera d'aborder de nouveaux sujets présentant un intérêt pour la politique monétaire, contribuant ainsi à approfondir la compréhension de l'évolution des conditions d'attribution des prêts bancaires dans la zone euro.

Statistiques

(disponible uniquement en anglais)

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:

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)							
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)	
							Total	excluding food and energy						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	-3,0	-2,2	-10,4	-4,2	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3	
2021	6,5	5,8	8,7	2,2	8,1	5,9	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6	
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,6	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4	
2022 Q3	1,3	0,7	-0,1	-0,3	3,2	0,3	10,4	7,3	8,3	10,0	2,9	2,7	9,3	
Q4	0,4	0,6	0,1	0,1	0,5	0,0	10,1	7,6	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0	
2023 Q1	1,0	0,6	0,3	0,8	2,2	0,0	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0	
Q2	0,7	0,5	0,2	1,2	0,8	0,2	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2	
2023 Apr.	-	-	-	-	-	-	7,3	7,1	4,9	8,7	3,5	0,1	7,0	
May	-	-	-	-	-	-	6,5	6,9	4,0	8,7	3,2	0,2	6,1	
June	-	-	-	-	-	-	5,7	6,6	3,0	7,9	3,3	0,0	5,5	
July	-	-	-	-	-	-	5,9	6,7	3,2	6,8	3,3	-0,3	5,3	
Aug.	-	-	-	-	-	-	6,4	6,8	3,7	6,7	3,2	0,1	5,2	
Sep.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,7	6,7	3,0	.	4,3	

Sources: Eurostat (col. 6, 13); BIS (col. 9, 10, 11, 12); OECD (col. 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

1.2 Main trading partners, Purchasing Managers' Index and world trade

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,1	-4,0
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,6	4,3	0,9
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	0,8	2,8	-1,3
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,2	-0,2	-0,2
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,6	0,6	-0,4	1,7
Q4	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-1,8	-1,9	-1,7
2022 July	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,1	0,6	1,8
Aug.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	1,0	-0,4	2,5
Sep.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,6	-0,4	1,7
Oct.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,1	-0,8	0,7
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-0,9	-1,4	-0,4
Dec.	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-1,8	-1,9	-1,7

Sources: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12).

1) Global and advanced economies exclude the euro area. Annual and quarterly data are period-on-period percentages; monthly data are 3-month-on-3-month percentages. All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2020	11 517,2	11 106,0	5 951,3	2 579,7	2 534,3	1 236,1	689,6	601,8	40,6	411,2	5 222,9	4 811,6
2021	12 475,1	11 979,7	6 351,9	2 737,3	2 728,4	1 390,4	761,2	570,3	162,0	495,4	6 171,6	5 676,2
2022	13 491,9	13 248,3	7 062,8	2 899,4	3 019,7	1 561,8	847,0	603,7	266,5	243,6	7 436,1	7 192,5
2022 Q3	3 390,3	3 363,3	1 796,5	727,6	767,6	394,0	217,6	154,1	71,7	27,0	1 918,5	1 891,5
Q4	3 457,1	3 382,0	1 826,1	742,8	775,0	398,4	219,3	155,5	38,0	75,1	1 911,0	1 835,9
2023 Q1	3 525,4	3 391,5	1 852,9	740,4	784,1	405,6	223,5	153,2	14,0	133,9	1 901,9	1 767,9
Q2	3 575,3	3 433,1	1 869,9	754,8	790,9	407,0	225,9	156,1	17,5	142,2	1 870,6	1 728,4
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100,0	98,2	52,3	21,5	22,4	11,6	6,3	4,5	2,0	1,8	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q3	0,3	0,9	1,0	-0,1	1,2	-0,9	3,5	3,0	-	-	1,0	2,2
Q4	0,0	-0,5	-0,7	0,5	-0,2	-0,4	-0,7	0,8	-	-	-0,1	-1,1
2023 Q1	0,0	-0,5	0,2	-0,6	0,4	0,9	1,8	-2,5	-	-	0,0	-1,1
Q2	0,2	0,6	0,0	0,4	0,1	-0,6	0,1	1,6	-	-	-0,9	-0,2
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-5,9	-3,4	-11,6	-3,9	-	-	-9,1	-8,5
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,9	8,0	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,5	4,2	1,6	2,6	1,4	4,9	2,8	-	-	7,2	7,9
2022 Q3	2,4	3,3	2,2	0,6	4,6	0,8	9,5	7,3	-	-	7,7	10,2
Q4	1,8	1,1	1,1	0,7	0,9	-0,2	7,1	-3,9	-	-	4,6	3,2
2023 Q1	1,2	0,6	1,3	-0,4	1,9	-1,0	5,7	3,7	-	-	2,9	1,9
Q2	0,5	0,5	0,4	0,2	1,4	-1,0	4,7	2,8	-	-	-0,2	-0,2
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q3	0,3	0,9	0,5	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,1	-0,5	-	-
Q4	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-	-
2023 Q1	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,6	-	-
Q2	0,2	0,6	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,5	-0,4	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,6	-	-
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,4	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2022 Q3	2,4	3,2	1,2	0,1	1,0	0,1	0,6	0,3	0,9	-0,8	-	-
Q4	1,8	1,0	0,6	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
2023 Q1	1,2	0,6	0,7	-0,1	0,4	-0,1	0,4	0,2	-0,4	0,5	-	-
Q2	0,5	0,5	0,2	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,1	-0,1	0,0	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	10 378,7	175,2	2 009,2	549,4	1 807,4	546,9	486,6	1 210,9	1 203,5	2 066,4	323,2	1 138,5
2021	11 191,9	186,6	2 220,3	594,6	2 021,6	598,5	515,1	1 247,2	1 297,7	2 173,0	337,6	1 283,1
2022	12 152,7	213,2	2 456,7	655,3	2 330,1	633,3	523,5	1 304,0	1 396,7	2 269,6	370,4	1 339,2
2022 Q3	3 055,6	54,8	614,3	164,6	593,8	160,0	130,1	325,6	350,7	568,2	93,3	334,7
Q4	3 133,8	55,7	639,0	169,2	600,6	161,5	138,2	335,6	360,1	579,8	94,1	323,3
2023 Q1	3 198,9	56,0	664,2	178,1	604,8	164,2	144,1	344,4	364,9	581,5	96,6	326,6
Q2	3 236,7	54,0	664,9	180,4	612,7	167,8	148,9	349,0	370,6	590,1	98,2	338,6
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,3	10,7	11,5	18,7	3,0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q3	0,5	-0,5	0,5	-1,2	0,6	1,8	0,1	0,2	0,4	0,5	1,7	-0,7
Q4	0,0	0,3	-0,1	-0,1	-0,7	0,4	0,3	0,2	0,4	0,3	-1,2	-0,1
2023 Q1	0,1	0,8	-1,1	2,0	0,1	1,2	-0,4	0,9	0,3	-0,1	1,9	-0,7
Q2	0,0	-0,2	-0,3	-0,6	-0,3	1,2	0,5	-0,2	0,4	0,1	0,6	1,5
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-5,9	-1,8	-6,0	-5,3	-13,9	2,2	-0,5	-0,9	-5,4	-2,9	-18,1	-7,3
2021	5,8	1,1	8,8	2,9	7,9	9,3	5,5	1,9	6,6	3,5	4,3	7,1
2022	3,5	-3,2	1,3	1,1	7,5	5,8	0,1	2,3	4,7	1,9	11,9	2,5
2022 Q3	2,6	-4,1	1,7	0,4	4,4	7,2	-0,5	2,0	3,8	1,4	7,1	0,3
Q4	2,1	-3,1	1,5	-0,5	2,8	4,2	0,3	1,7	3,0	2,0	7,4	-0,9
2023 Q1	1,6	-0,3	-0,2	0,7	2,3	5,3	0,1	1,9	2,0	1,3	6,5	-2,5
Q2	0,6	0,3	-0,9	0,1	-0,3	4,7	0,5	1,1	1,5	0,9	3,1	-0,1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q3	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-
Q4	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 Q1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
Q2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6	-
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	-0,1	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-
2022 Q3	2,6	-0,1	0,3	0,0	0,8	0,4	0,0	0,2	0,4	0,3	0,2	-
Q4	2,1	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	-
2023 Q1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-
Q2	0,6	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,8	24,8	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-1,4	-1,5	-1,1	-2,5	-1,9	0,7	-3,9	1,9	0,4	0,7	-2,0	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,2	-0,9	1,2	3,1	3,4	5,8	0,0	2,9	3,0	1,6	1,4
2022 Q3	1,8	1,9	1,4	-1,2	1,2	3,2	2,0	6,3	-0,3	3,7	2,5	1,5	0,5
Q4	1,5	1,6	0,8	-1,3	1,0	2,1	1,8	4,6	0,5	3,2	2,0	1,3	0,9
2023 Q1	1,6	1,6	1,4	-1,5	1,2	1,5	2,2	4,5	1,2	2,6	2,0	1,2	1,0
Q2	1,3	1,3	1,4	-2,3	1,0	0,6	1,9	3,7	1,1	2,8	2,0	1,1	0,2
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,2	-3,5	-7,6	-6,1	-14,7	-1,8	-2,2	-5,4	-8,2	-2,0	-12,7
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,5	0,9	3,2	7,5	5,9	-0,1	4,6	4,0	0,6	5,8
2022 Q3	2,6	2,8	1,4	-1,2	1,8	3,4	3,5	7,5	0,5	5,0	3,5	1,2	2,3
Q4	2,1	2,2	1,9	-1,2	1,1	3,0	3,1	4,9	1,3	3,8	2,9	1,0	2,6
2023 Q1	2,0	2,3	0,6	-1,1	1,7	1,4	3,0	4,1	1,4	2,1	2,3	1,3	2,1
Q2	1,4	1,6	0,9	-2,8	1,2	1,0	1,7	3,6	1,4	2,2	2,2	1,5	0,9
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,8	-6,7	-11,3	-3,7	-2,6	-6,0	-6,4	-3,1	-10,0
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,3	0,1	4,0	0,2	-0,1	1,7	1,0	-0,9	4,3
2022 Q3	0,8	1,0	0,0	0,1	0,6	0,2	1,5	1,1	0,9	1,3	1,1	-0,2	1,8
Q4	0,6	0,5	1,1	0,1	0,2	0,8	1,3	0,3	0,8	0,6	0,9	-0,3	1,7
2023 Q1	0,4	0,7	-0,8	0,4	0,4	-0,1	0,8	-0,4	0,3	-0,5	0,3	0,1	1,1
Q2	0,1	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,5	-0,1	-0,1	0,3	-0,6	0,1	0,4	0,7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100,0		80,1	19,9			51,2		48,8			
2020	162,758	3,5	12,964	8,0	3,0	10,381	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,051	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,483	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,815	3,1	11,338	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,687	6,4	5,651	7,2	3,1
2022 Q3	167,984	3,0	11,431	6,8	2,5	9,062	5,9	2,370	15,2	5,747	6,4	5,684	7,2	3,1
Q4	168,610	3,0	11,205	6,6	2,5	8,947	5,9	2,258	14,4	5,592	6,2	5,613	7,1	3,1
2023 Q1	169,441	3,0	11,102	6,6	2,5	8,909	5,8	2,193	13,9	5,580	6,2	5,522	7,0	3,1
Q2	169,791	3,0	10,962	6,5	2,3	8,714	5,7	2,248	14,1	5,532	6,1	5,430	6,8	3,0
2023 Mar.	-	-	11,069	6,5	-	8,860	5,8	2,209	14,0	5,569	6,2	5,501	6,9	-
Apr.	-	-	11,037	6,5	-	8,824	5,7	2,213	13,9	5,563	6,2	5,475	6,9	-
May	-	-	10,963	6,5	-	8,729	5,7	2,234	14,0	5,513	6,1	5,450	6,8	-
June	-	-	10,874	6,4	-	8,678	5,6	2,196	13,8	5,510	6,1	5,364	6,7	-
July	-	-	10,963	6,5	-	8,744	5,7	2,218	13,9	5,569	6,2	5,394	6,8	-
Aug.	-	-	10,856	6,4	-	8,662	5,6	2,194	13,8	5,514	6,1	5,342	6,7	-

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. There is a break in series from the first quarter of 2021 due to the implementation of the Integrated European Social Statistics Regulation. Owing to technical issues with the introduction of the new German system of integrated household surveys, including the Labour Force Survey, the figures for the euro area include data from Germany, starting in the first quarter of 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.

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 ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
annual percentage changes													
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,4	0,7	-2,7	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 Q1	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	6,0	-1,5	11,4	12,4	12,4	-12,3
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,1	-2,8	3,2	7,5	13,3	-16,2
Q3	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,8	-0,6	-1,5	-0,7	3,0	9,1	1,5
Q4	2,1	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,3	-2,8	-5,1	-1,9	3,4	6,3	15,3
2023 Apr.	-0,1	0,8	-6,2	8,5	-0,8	-8,1	0,3	-2,8	-4,4	-1,3	-2,3	4,7	19,4
May	-2,3	-1,9	-5,6	2,5	-3,0	-6,7	0,3	-2,1	-2,7	-1,5	-1,1	6,5	20,3
June	-1,0	-0,4	-6,3	4,9	-0,4	-7,3	-0,6	-0,8	-2,6	0,7	-1,0	5,0	19,0
July	-2,2	-1,9	-5,1	0,5	-1,1	-6,0	1,2	-1,0	-2,2	1,0	-2,3	5,1	16,5
Aug.	-5,1	-4,9	-5,2	-7,0	-2,0	-6,3	-0,1	-2,1	-3,2	-0,2	-7,7	.	23,6
Sep.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 Apr.	1,2	1,6	-0,8	13,0	-2,1	-0,1	-0,4	0,0	0,4	0,3	-2,2	-0,2	-1,3
May	0,0	0,1	0,4	0,7	0,2	-2,1	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	3,0	-0,4
June	0,1	1,2	-1,0	0,0	-1,2	0,4	-1,2	0,0	0,1	0,2	-0,3	-1,2	2,4
July	-1,3	-4,0	0,2	-3,1	0,7	1,2	1,0	-0,1	0,0	0,2	-0,6	0,3	3,6
Aug.	0,6	0,2	-0,3	0,3	0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2	-0,9	-3,0	.	4,5
Sep.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1

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)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99,7	-4,3	80,7	-10,7	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2020	88,1	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,4	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 Q4	95,3	-1,0	81,4	-24,5	3,2	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 Q1	99,2	0,0	81,3	-19,7	1,2	-1,0	9,4	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
Q2	96,9	-5,1	80,7	-17,0	-0,8	-4,1	7,4	90,2	44,7	46,4	54,5	52,3
Q3	93,8	-9,3	.	-16,3	-5,1	-5,1	4,6	.	43,2	43,1	49,2	47,5
2023 May	96,4	-5,2	-	-17,4	-0,4	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8
June	95,3	-7,1	-	-16,1	-2,7	-5,9	5,7	-	43,4	44,2	52,0	49,9
July	94,6	-9,1	80,2	-15,1	-3,7	-4,5	5,4	90,6	42,7	42,7	50,9	48,6
Aug.	93,6	-9,9	-	-16,0	-5,4	-5,1	4,3	-	43,5	43,4	47,9	46,7
Sep.	93,3	-9,0	-	-17,8	-6,2	-5,7	4,0	-	43,4	43,1	48,7	47,2
Oct.	.	.	-	-17,9	.	.	.	-	43,0	43,1	47,8	46,5

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and Markit (col. 9-12).

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	19,6	95,5	-0,1	4,2	-1,5	5,6	4,9	45,8	24,6	78,6	3,7	-11,9	2,5
2021	17,5	95,2	2,0	3,7	19,3	8,4	8,8	49,1	27,1	76,1	5,5	9,8	3,4
2022	13,5	92,9	-0,3	2,5	11,6	1,4	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	8,7	2,0
2022 Q3	13,9	94,3	-0,4	2,7	9,6	3,0	9,3	49,2	25,2	73,7	4,2	23,7	2,9
Q4	13,5	92,9	-0,7	2,5	7,4	1,4	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	-0,4	2,0
2023 Q1	13,4	91,0	1,0	2,4	7,0	2,7	5,5	48,5	24,8	69,8	2,4	-1,7	1,4
Q2	13,7	89,5	1,2	2,1	2,5	4,3	4,4	48,0	24,6	68,8	1,7	17,3	0,9

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q3	1 372,8	1 438,1	-65,4	760,6	814,0	321,1	297,4	248,3	238,6	42,8	88,0	25,7	11,2
Q4	1 377,4	1 384,8	-7,4	755,1	756,4	313,0	268,8	266,1	277,0	43,2	82,5	58,8	34,0
2023 Q1	1 390,3	1 352,7	37,6	752,5	697,3	324,0	299,2	273,2	281,1	40,6	75,1	36,0	30,9
Q2	1 394,1	1 332,8	61,3	721,6	668,0	326,9	294,8	301,9	285,0	43,7	85,0	25,2	21,3
2023 Mar.	468,6	451,4	17,2	255,6	225,4	108,7	105,0	91,7	94,4	12,6	26,7	17,6	13,1
Apr.	444,3	435,8	8,5	225,7	216,4	107,3	99,4	97,2	91,5	14,1	28,5	7,1	8,0
May	470,7	455,0	15,7	244,2	229,4	110,2	99,2	100,9	98,6	15,4	27,7	5,8	6,4
June	479,1	442,0	37,0	251,6	222,2	109,3	96,2	103,9	94,9	14,3	28,7	12,2	7,0
July	443,0	422,0	21,0	232,4	207,5	102,7	93,0	94,1	93,4	13,8	28,0	7,9	6,1
Aug.	471,1	443,4	27,7	251,9	217,0	105,6	99,4	99,7	99,9	13,9	27,2	8,4	4,4
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Aug.	5 538,9	5 412,8	126,1	2 971,3	2 816,8	1 279,4	1 155,7	1 119,2	1 114,1	169,0	326,2	148,5	101,0
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Aug.	39,7	38,8	0,9	21,3	20,2	9,2	8,3	8,0	8,0	1,2	2,3	1,1	0,7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items: Manu- facturing	Oil		
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q3	20,2	47,6	730,7	366,3	133,4	217,8	592,6	859,7	532,2	117,5	169,4	535,6	108,0
Q4	15,0	20,2	734,1	362,0	139,5	221,5	605,6	798,7	482,5	114,4	169,8	518,9	97,2
2023 Q1	8,7	1,1	721,7	346,9	138,0	224,0	595,4	727,8	427,9	114,1	161,4	502,9	78,5
Q2	-1,9	-13,6	708,0	331,2	143,5	216,6	587,1	706,8	409,5	113,2	165,0	502,1	74,1
2023 Mar.	7,7	-7,2	241,6	115,8	46,9	74,1	199,9	232,6	135,5	37,3	53,3	165,1	24,0
Apr.	-3,5	-11,8	233,3	109,6	47,2	71,9	193,5	240,9	141,0	37,8	55,3	169,0	25,5
May	-2,3	-13,0	238,2	110,3	49,3	72,7	195,8	237,3	137,1	39,1	55,6	169,2	24,1
June	0,0	-15,9	236,4	111,3	46,9	72,0	197,8	228,6	131,4	36,3	54,1	163,8	24,5
July	-2,9	-18,3	232,3	109,0	46,2	71,3	194,4	228,8	131,5	37,6	54,0	164,5	26,7
Aug.	-3,9	-24,6	236,0	.	.	.	194,9	224,1	.	.	.	160,0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q3	2,8	14,8	106,7	104,8	106,1	114,8	106,4	124,0	121,8	123,9	121,2	123,1	140,1
Q4	1,6	3,6	107,3	104,0	109,8	114,7	106,9	119,7	116,1	120,4	121,8	120,7	145,0
2023 Q1	1,4	-0,7	106,2	102,1	105,8	117,0	105,8	115,8	112,9	120,5	116,5	117,7	144,2
Q2	-2,9	-4,7	104,7	99,7	108,5	113,2	105,1	116,9	113,3	122,6	118,7	119,9	157,8
2023 Feb.	-0,6	-0,6	106,7	101,6	105,9	119,0	106,5	116,9	114,1	118,9	117,8	118,4	144,7
Mar.	2,2	-5,1	106,2	102,7	107,4	115,4	106,4	112,7	109,6	119,7	114,4	116,1	136,1
Apr.	-6,2	-4,2	103,0	98,6	107,4	112,3	103,2	118,5	115,1	124,7	119,3	121,4	159,2
May	-3,2	-4,3	106,4	100,3	111,3	114,5	106,8	118,4	113,9	126,2	120,9	121,7	152,4
June	0,5	-5,5	104,8	100,2	106,8	112,9	105,3	113,9	111,0	116,9	115,8	116,7	161,9
July	-1,5	-5,2	102,6	99,6	104,3	110,0	102,5	116,0	112,7	120,5	118,6	119,1	168,8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		2	Total excluding food and energy											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2022 Q4	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,9	1,4	4,6	1,5	10,0	9,5
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,3	2,7	1,6	-6,0	1,2	8,1	7,3
Q2	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,7	-4,3	1,3	6,1	6,8
Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	1,0	1,2	1,3	0,8	1,3	1,0	5,0	4,5
2023 Apr.	123,1	7,0	5,6	8,1	5,2	0,2	0,4	-1,6	0,2	-0,9	0,6	7,0	6,4
May	123,2	6,1	5,3	6,8	5,0	-0,1	0,4	-0,5	0,2	-2,1	0,1	6,1	6,2
June	123,5	5,5	5,5	5,5	5,4	0,3	0,4	0,8	0,2	-0,7	0,5	5,2	7,7
July	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,3	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,3	5,2	6,3
Aug.	124,0	5,2	5,3	4,9	5,5	0,5	0,4	-0,2	0,3	3,3	0,3	5,3	5,2
Sep.	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,3	0,0	1,5	0,2	4,6	2,2

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
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
2022 Q4	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8
2023 Q1	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
Q2	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
Q3	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
2023 Apr.	13,5	14,6	10,0	5,2	6,2	2,3	3,6	2,6	6,1	0,4	7,7	4,0
May	12,5	13,4	9,6	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	4,7	0,7	7,6	4,1
June	11,6	12,4	9,0	2,2	5,5	-5,6	3,7	2,7	7,4	0,0	7,2	4,3
July	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3
Aug.	9,7	10,3	7,8	2,2	4,7	-3,3	3,7	2,8	6,2	0,0	7,3	4,3
Sep.	8,8	9,4	6,6	1,4	4,1	-4,6	3,7	2,7	3,9	0,0	6,7	4,1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3 Prices and costs

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

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,5
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	0,6
2022 Q3	163,1	41,1	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	19,0	8,6	107,8	11,9	6,6	0,3
Q4	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,8
2023 Q1	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,2	0,3	-4,8
Q2	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-13,1	7,0	.	-10,0
2023 Mar.	154,4	5,5	5,7	8,1	5,8	6,7	12,9	15,3	8,1	0,0	-	-	-
Apr.	149,3	0,9	3,1	5,1	1,2	6,2	10,6	11,3	7,2	-9,2	-	-	-
May	146,4	-1,6	0,6	3,4	-1,5	5,7	9,4	9,4	6,4	-13,5	-	-	-
June	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,1	5,8	-16,4	-	-	-
July	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,7	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-
Aug.	145,9	-11,5	0,0	1,0	-4,5	4,3	6,4	5,6	4,7	-30,6	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,5	3,3	-0,2	-0,9	-0,3	-1,7
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,6	21,5	37,1	29,2	22,2	37,0
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,4	29,0	9,6	19,6	28,2	10,9
2022 Q4	117,4	5,6	6,8	8,6	5,7	7,6	10,0	12,8	86,6	5,4	13,8	-2,1	5,1	12,2	-2,7
2023 Q1	119,7	6,2	5,5	7,9	4,4	6,5	5,4	3,8	75,8	-10,3	-5,3	-14,6	-10,9	-6,5	-15,6
Q2	121,2	6,2	4,1	6,8	4,9	4,7	0,4	-3,8	71,6	-18,0	-16,0	-19,9	-18,3	-16,1	-20,8
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	79,8	-14,0	-15,1	-12,9	-14,8	-15,2	-14,3
2023 Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-19,2	-14,8	-23,3	-19,4	-14,8	-24,4
May	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-19,1	-17,5	-20,6	-19,4	-17,6	-21,4
June	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-15,5	-15,6	-15,4	-15,8	-15,7	-16,0
July	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-13,5	-13,6	-13,4	-14,9	-14,9	-15,0
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-16,2	-16,8	-15,5	-16,6	-16,2	-17,0
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-12,4	-14,9	-9,6	-13,0	-14,7	-10,8

Sources: Eurostat, ECB calculations and Bloomberg (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 balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 Q4	40,2	51,8	29,1	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 Q1	23,7	43,5	26,0	27,1	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
Q2	7,5	30,0	18,0	11,8	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
Q3	3,4	22,3	16,0	5,8	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
2023 May	6,5	30,0	18,6	12,3	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1
June	4,4	25,2	16,0	7,7	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
July	3,4	23,2	16,4	4,9	73,5	35,8	61,0	45,0	56,1
Aug.	3,1	22,8	16,5	6,1	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6
Sep.	3,6	20,9	15,3	6,3	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
Oct.	.	.	.	.	.	42,2	62,2	46,0	54,3

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

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 ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	100,0	3,1	3,6	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,0	1,0	1,1	0,6	0,9	1,2	1,3
2022	105,7	4,6	3,9	6,9	4,9	3,9	2,9
2022 Q3	102,1	3,3	2,6	5,4	3,6	3,0	3,0
Q4	114,2	5,9	5,3	7,9	5,8	6,0	3,1
2023 Q1	102,6	5,2	4,9	6,2	5,6	4,4	4,4
Q2	113,8	4,5	4,6	4,0	4,5	4,3	4,4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 Q3	114,1	3,4	8,3	2,1	6,5	2,5	1,9	3,0	6,0	3,4	3,9	-0,7
Q4	116,5	4,7	7,7	3,0	7,8	4,3	4,0	3,3	4,2	5,0	4,9	-1,3
2023 Q1	118,9	5,9	4,9	7,1	5,4	6,8	4,2	6,0	4,5	6,9	3,8	0,3
Q2	119,7	6,5	3,4	7,3	6,1	8,3	4,7	5,3	5,4	6,7	5,4	3,5
Compensation per employee												
2020	107,1	-0,3	3,2	-2,3	-1,0	-3,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,1	-1,5
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,1	6,2	3,3	3,0	4,2	5,2	3,8	7,0
2022 Q3	117,1	4,0	5,2	2,7	3,7	4,9	2,8	2,8	4,3	4,8	3,8	5,8
Q4	119,1	5,0	5,7	3,5	5,0	5,4	3,6	3,1	2,6	6,1	5,6	5,0
2023 Q1	121,1	5,5	6,1	5,6	4,5	6,9	5,0	4,9	3,8	7,0	3,9	5,8
Q2	121,9	5,6	6,3	5,2	5,5	6,0	5,8	4,7	3,8	6,2	5,2	6,4
Labour productivity per person employed												
2020	97,1	-4,7	0,8	-4,2	-5,9	-10,4	0,2	-0,9	-1,5	-3,5	-3,9	-15,6
2021	101,4	4,4	0,9	8,8	-0,3	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-2,3	0,1	-2,0	4,0	0,1	0,1	-0,5	1,7	0,3	10,3
2022 Q3	102,7	0,6	-2,9	0,5	-2,7	2,4	0,8	-0,2	-1,6	1,3	-0,1	6,6
Q4	102,3	0,3	-1,8	0,5	-2,6	1,0	-0,4	-0,2	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 Q1	101,8	-0,4	1,2	-1,4	-0,8	0,1	0,8	-1,0	-0,6	0,0	0,1	5,5
Q2	101,8	-0,8	2,8	-2,0	-0,5	-2,1	1,0	-0,6	-1,6	-0,5	-0,2	2,8
Compensation per hour worked												
2020	114,0	5,9	5,9	3,3	5,1	7,6	3,1	1,8	4,9	5,9	4,9	7,1
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	3,9	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 Q3	118,4	3,0	5,7	2,0	3,3	2,9	1,7	1,6	3,3	3,1	4,0	4,2
Q4	120,7	4,5	7,2	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,7	5,2	6,0	3,8
2023 Q1	122,0	4,8	5,1	5,1	4,4	5,5	5,2	4,7	3,8	6,2	3,7	4,7
Q2	122,7	5,4	6,7	4,9	5,2	6,1	5,6	4,5	4,3	6,0	4,8	5,2
Hourly labour productivity												
2020	104,7	2,1	1,7	1,6	0,8	1,0	4,1	1,7	4,8	3,1	-0,9	-6,2
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,7	0,4	-2,1	0,0	-0,1	0,3	-2,3	0,7	1,3	5,8
2022 Q3	104,9	-0,2	-2,9	-0,1	-2,9	0,9	-0,2	-1,1	-2,8	0,2	0,2	4,7
Q4	104,5	-0,3	-1,9	0,3	-3,4	-0,3	-0,7	-0,9	-2,0	0,2	1,1	4,6
2023 Q1	103,7	-0,8	0,9	-1,8	-0,6	-0,7	1,2	-1,3	-0,2	-0,3	0,0	4,3
Q2	103,6	-0,9	3,2	-2,1	-1,0	-1,9	1,1	-0,9	-1,0	-0,7	-0,6	2,1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023 Mar.	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	4,64	-0,02
Apr.	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	4,81	-0,02
May	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05
June	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07
July	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
Aug.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
Sep.	3,75	3,76	3,88	4,03	4,15	5,31	-0,05

Source: Refinitiv and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 Mar.	2,75	2,80	2,62	2,35	2,41	-0,39	-1,16	-0,52	2,67	2,25	2,27	2,58
Apr.	2,88	2,94	2,68	2,37	2,44	-0,50	-1,36	-0,60	2,74	2,20	2,30	2,65
May	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65
June	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56
July	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
Aug.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77
Sep.	3,70	3,51	3,16	2,78	2,88	-0,64	-0,89	-0,63	3,14	2,56	2,69	3,17

Source: ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

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										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2023 Mar.	448,5	4 201,7	968,8	292,2	175,7	116,6	182,1	809,6	834,4	358,9	296,7	797,0	3 968,6	27 693,2
Apr.	460,9	4 358,3	990,6	305,7	184,2	120,7	183,3	817,9	843,4	383,5	305,9	843,0	4 121,5	28 275,8
May	456,4	4 319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4 146,2	30 147,5
June	455,5	4 324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4 345,4	32 754,5
July	460,1	4 364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4 508,1	32 694,1
Aug.	453,9	4 296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4 457,4	32 167,4
Sep.	447,3	4 227,2	963,8	286,2	161,2	123,9	189,5	787,3	835,7	363,4	280,6	825,2	4 409,1	32 725,6

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator		
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation	APRC ³⁾	Floating rate and up to 1 year		Over 1 year	By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	
			Up to 2 years	Over 2 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		
2022 Sep.	0,02	0,71	0,63	1,27	5,23	15,83	6,48	5,96	6,57	3,09	2,26	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45	
Oct.	0,03	0,73	0,93	1,60	5,56	15,97	6,76	6,21	6,87	3,55	2,66	2,82	3,05	2,41	2,90	2,67	
Nov.	0,04	0,75	1,21	1,81	5,79	15,97	6,27	6,55	7,11	3,96	2,95	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89	
Dec.	0,07	0,80	1,42	1,91	5,92	15,90	6,51	6,42	6,98	4,00	3,08	3,16	3,29	2,61	3,18	2,95	
2023 Jan.	0,09	0,86	1,60	2,08	6,32	15,99	7,20	6,97	7,58	4,28	3,47	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10	
Feb.	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,08	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24	
Mar.	0,14	1,21	2,11	2,26	6,71	16,07	7,63	7,23	7,90	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37	
Apr.	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,25	8,06	7,43	8,11	4,91	4,13	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48	
May	0,21	1,31	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58	
June	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,35	7,02	7,49	7,99	5,15	4,40	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70	
July	0,27	1,43	2,82	2,86	7,49	16,40	8,41	7,73	8,41	5,24	4,55	4,14	3,72	3,45	4,09	3,76	
Aug. ^(p)	0,31	1,51	3,03	3,10	7,60	16,47	8,70	7,85	8,50	5,40	4,68	4,21	3,79	3,51	4,15	3,85	

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 Sep.	0,06	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
Oct.	0,08	0,92	1,83	2,54	2,96	3,52	3,62	2,74	3,02	2,75	2,45	2,76	2,82	2,72
Nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,34	3,76	4,01	3,12	3,37	3,06	2,89	3,30	3,29	3,11
Dec.	0,19	1,80	2,61	3,20	3,74	3,99	4,19	3,47	3,55	3,28	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Jan.	0,23	1,99	2,72	3,57	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Feb.	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,09	3,69	3,69	3,54	3,58	3,86
Mar.	0,41	2,57	2,95	4,12	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
Apr.	0,44	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
June	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,27	4,95	4,99	4,17	4,71	4,88	4,12	4,78
July	0,60	3,31	3,58	4,89	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,32	4,86	5,01	4,32	4,94
Aug. ^(p)	0,65	3,42	3,53	5,02	5,46	5,65	5,56	5,24	5,16	4,42	5,00	4,90	4,01	4,99

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2020	1 488,7	429,7	126,2	51,5	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 406,7	427,1	127,0	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,3	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1 371,9	467,2	143,1	50,2	94,6	667,0	621,7	481,8	182,4	117,4	48,0	48,1	133,9	97,1
2023 Apr.	1 454,7	564,1	134,6	47,7	102,3	653,7	603,5	509,7	216,5	100,9	31,4	60,2	132,2	103,3
May	1 461,8	581,3	140,0	50,7	103,6	636,9	599,7	518,7	243,6	119,3	38,3	54,4	101,6	86,7
June	1 486,0	585,4	134,0	49,4	93,7	672,9	634,3	519,0	225,2	115,7	36,0	45,7	132,4	107,1
July	1 487,6	581,6	136,2	50,4	99,2	670,6	634,6	509,3	186,9	119,0	36,5	56,6	146,8	122,5
Aug.	1 513,4	595,1	139,8	50,4	98,8	679,6	647,8	518,8	231,1	121,9	40,1	40,5	125,3	108,2
Sep.	1 519,1	590,3	132,5	46,1	87,5	708,8	675,7	501,2	206,9	111,7	37,8	42,6	140,0	123,1
Long-term														
2020	19 270,8	4 077,8	3 086,6	1 256,4	1 545,1	10 561,2	9 774,3	.	.	.	.	.	.	.
2021	19 909,6	4 183,0	3 368,8	1 341,9	1 599,3	10 758,5	9 937,5	316,9	67,9	84,2	34,3	23,1	141,8	128,3
2022	17 888,1	3 973,8	3 251,5	1 340,8	1 396,2	9 266,6	8 554,7	299,2	78,4	73,6	29,1	16,6	130,6	121,2
2023 Apr.	18 408,0	4 118,7	3 276,7	1 338,8	1 418,1	9 594,5	8 874,2	308,9	72,8	76,7	34,0	16,4	143,1	137,2
May	18 576,3	4 191,7	3 332,1	1 373,8	1 426,2	9 626,3	8 908,9	373,6	100,2	101,6	55,9	27,3	144,5	136,2
June	18 675,5	4 203,9	3 343,6	1 379,7	1 428,5	9 699,4	8 979,4	404,5	113,8	86,9	30,9	31,2	172,6	160,9
July	18 762,5	4 301,0	3 346,2	1 368,1	1 433,9	9 681,3	8 961,2	351,4	140,7	59,9	13,7	18,8	132,0	127,2
Aug.	18 787,5	4 316,5	3 332,4	1 351,2	1 429,6	9 709,0	8 986,5	208,8	53,0	48,4	11,9	8,5	98,8	95,4
Sep.	18 653,8	4 305,6	3 370,3	1 360,3	1 433,6	9 544,3	8 830,6	362,8	89,9	104,9	19,9	30,2	137,7	127,9

Source: ECB.

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

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares (EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government					
							1				
Outstanding amount											
2020	20 759,5	4 507,5	3 212,8	1 307,8	1 641,8	11 397,3	10 496,8	8 514,7	473,8	1 334,0	6 705,9
2021	21 316,4	4 610,0	3 495,9	1 392,0	1 687,2	11 523,2	10 612,4	10 550,9	600,0	1 696,7	8 253,1
2022	19 260,0	4 440,9	3 394,6	1 391,0	1 490,9	9 933,6	9 176,5	8 732,8	525,0	1 348,2	6 858,9
2023 Apr.	19 862,7	4 682,7	3 411,3	1 386,5	1 520,3	10 248,3	9 477,7	9 683,9	566,5	1 430,0	7 686,9
May	20 038,1	4 773,0	3 472,1	1 424,5	1 529,8	10 263,2	9 508,7	9 404,7	545,5	1 384,7	7 474,0
June	20 161,5	4 789,4	3 477,5	1 429,1	1 522,2	10 372,3	9 613,7	9 651,6	587,4	1 457,6	7 606,1
July	20 250,1	4 882,7	3 482,4	1 418,5	1 533,1	10 351,9	9 595,8	9 812,0	619,2	1 512,5	7 679,8
Aug.	20 300,8	4 911,6	3 472,2	1 401,6	1 528,4	10 388,6	9 634,3	9 542,5	582,3	1 484,9	7 474,7
Sep.	20 172,9	4 895,9	3 502,8	1 406,4	1 521,1	10 253,1	9 506,3	9 178,5	576,2	1 419,2	7 182,6
Growth rate ¹⁾											
2023 Feb.	4,2	7,8	3,6	-0,4	1,6	3,3	3,9	0,1	-2,4	0,7	0,2
Mar.	3,9	7,1	2,8	-1,5	-0,1	3,4	4,0	0,0	-2,4	0,5	0,1
Apr.	4,4	8,2	2,0	-1,4	0,5	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
May	4,5	9,2	2,9	1,7	0,6	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
June	5,3	10,3	3,9	2,8	0,8	4,3	5,1	-1,0	-2,4	1,0	-1,3
July	6,0	12,2	3,6	1,3	1,7	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,2
Aug.	5,9	12,2	3,5	0,8	1,0	4,7	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
Sep.	6,3	10,4	5,1	2,8	1,3	5,6	6,3	-0,7	-3,1	2,5	-1,1

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(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
2020	99,7	93,7	93,8	90,0	75,0	88,4	119,2	93,9
2021	99,6	93,7	93,5	89,2	69,2	86,6	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	84,1	64,4	81,7	116,1	90,9
2022 Q4	95,7	91,9	95,0	84,9	63,6	82,3	116,7	91,8
2023 Q1	97,1	92,8	96,8	86,6	66,8	84,5	119,4	93,1
Q2	98,2	93,5	98,0	87,7	66,0	84,9	121,4	94,3
Q3	98,9	94,5	98,5	.	.	.	123,5	95,6
2023 Apr.	98,4	93,8	98,1	-	-	-	121,5	94,6
May	98,0	93,2	97,7	-	-	-	120,9	93,9
June	98,2	93,5	98,1	-	-	-	121,8	94,5
July	99,2	94,6	99,0	-	-	-	123,7	95,9
Aug.	99,0	94,7	98,5	-	-	-	123,7	95,9
Sep.	98,5	94,2	97,9	-	-	-	123,0	95,1
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2023 Sep.	-0,5	-0,6	-0,6	-	-	-	-0,6	-0,8
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2023 Sep.	5,0	4,9	5,2	-	-	-	8,0	6,4

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
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 Q4	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
Q2	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
Q3	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
2023 Apr.	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	4,9365	11,337	0,985	1,097
May	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	4,9477	11,370	0,975	1,087
June	7,765	23,695	7,449	370,602	153,149	4,461	0,859	4,9600	11,677	0,976	1,084
July	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
Aug.	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
Sep.	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068
	<i>Percentage change versus previous month</i>										
2023 Sep.	-1,4	1,1	0,1	0,4	-0,1	3,1	0,3	0,5	0,3	0,1	-2,1
	<i>Percentage change versus previous year</i>										
2023 Sep.	12,2	-0,8	0,3	-4,4	11,5	-3,0	-1,5	1,1	9,8	-0,4	7,9

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2022 Q3	32 497,3	31 721,3	776,0	12 907,8	10 554,4	11 264,6	12 769,9	-7,0	7 196,3	8 397,1	1 135,7	16 518,1
Q4	31 113,6	30 686,5	427,1	12 289,8	10 057,5	11 089,5	12 826,2	17,9	6 602,1	7 802,8	1 114,3	15 563,0
2023 Q1	31 606,4	31 412,5	193,9	12 285,4	9 990,2	11 322,8	13 397,1	-9,7	6 874,4	8 025,2	1 133,6	15 891,6
Q2	31 778,3	31 512,8	265,5	12 191,5	9 855,5	11 702,8	13 712,2	-35,7	6 813,9	7 945,2	1 105,7	15 876,2
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2023 Q2	227,7	225,8	1,9	87,4	70,6	83,9	98,3	-0,3	48,8	56,9	7,9	113,8
<i>Transactions</i>												
2022 Q3	-63,8	-38,9	-24,9	12,5	-24,2	-174,4	6,5	38,2	52,6	-21,2	7,3	-
Q4	-514,7	-579,8	65,1	-249,8	-282,3	90,8	88,8	0,2	-365,2	-386,3	9,3	-
2023 Q1	404,4	369,2	35,2	50,0	15,3	63,5	161,0	15,6	293,7	193,0	-18,4	-
Q2	29,3	-39,2	68,5	-98,1	-117,7	203,5	136,7	-5,1	-72,8	-58,2	1,9	-
2023 Mar.	140,8	96,0	44,8	16,3	12,8	-8,1	94,2	5,7	125,4	-11,0	1,6	-
Apr.	14,7	8,1	6,6	-36,5	-32,2	67,6	1,9	-1,5	-13,0	38,5	-1,9	-
May	-9,9	0,8	-10,8	-54,2	3,6	37,2	-11,5	7,4	-1,7	8,8	1,4	-
June	24,5	-48,1	72,6	-7,4	-89,1	98,7	146,3	-11,0	-58,2	-105,4	2,4	-
July	126,0	119,2	6,8	-10,3	19,1	40,4	27,5	-0,8	96,3	72,6	0,4	-
Aug.	95,9	53,4	42,5	8,7	0,2	23,6	24,1	9,0	53,4	29,0	1,3	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Aug.	-127,7	-320,7	193,0	-367,5	-516,5	306,7	489,5	32,6	-97,3	-293,7	-2,1	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Aug.	-0,9	-2,3	1,4	-2,6	-3,7	2,2	3,5	0,2	-0,7	-2,1	0,0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	1 363,7	8 906,6	10 270,3	1 026,7	2 449,4	3 476,1	13 746,4	101,8	627,0	4,4	733,1	14 479,5
2021	1 469,7	9 831,3	11 301,0	916,1	2 506,4	3 422,5	14 723,5	118,0	647,2	21,5	786,7	15 510,2
2022	1 538,5	9 768,4	11 306,9	1 377,8	2 581,5	3 959,3	15 266,2	123,3	649,9	46,4	819,7	16 085,9
2022 Q4	1 538,5	9 768,4	11 306,9	1 377,8	2 581,5	3 959,3	15 266,2	123,3	649,9	46,4	819,7	16 085,9
2023 Q1	1 544,1	9 427,4	10 971,5	1 644,5	2 566,0	4 210,5	15 182,0	103,2	681,3	93,4	877,9	16 059,8
Q2	1 534,7	9 176,0	10 710,7	1 871,3	2 534,4	4 405,7	15 116,4	113,2	697,3	86,8	897,3	16 013,7
Q3 ^(a)	1 535,2	9 019,3	10 554,5	2 069,9	2 484,2	4 554,1	15 108,6	132,1	708,8	67,9	908,8	16 017,4
2023 Apr.	1 536,8	9 352,5	10 889,3	1 702,9	2 554,2	4 257,1	15 146,4	101,5	677,0	86,2	864,8	16 011,1
May	1 537,1	9 259,9	10 797,0	1 766,3	2 544,7	4 311,0	15 108,0	111,9	686,4	96,7	895,0	16 003,0
June	1 534,7	9 176,0	10 710,7	1 871,3	2 534,4	4 405,7	15 116,4	113,2	697,3	86,8	897,3	16 013,7
July	1 534,1	9 087,7	10 621,8	1 915,7	2 527,0	4 442,7	15 064,5	122,3	692,0	79,3	893,6	15 958,0
Aug.	1 533,9	9 020,1	10 554,0	1 976,8	2 501,1	4 477,8	15 031,9	121,0	696,2	87,0	904,2	15 936,1
Sep. ^(a)	1 535,2	9 019,3	10 554,5	2 069,9	2 484,2	4 554,1	15 108,6	132,1	708,8	67,9	908,8	16 017,4
Transactions												
2020	139,2	1 265,5	1 404,7	-33,8	86,3	52,5	1 457,3	19,6	111,0	1,2	131,7	1 589,0
2021	107,4	915,6	1 023,0	-121,6	66,7	-54,9	968,1	12,1	20,9	14,4	47,3	1 015,4
2022	68,8	-46,8	22,0	427,4	57,3	484,7	506,6	3,7	3,1	77,3	84,1	590,7
2022 Q4	0,3	-362,1	-361,8	212,6	14,5	227,1	-134,7	4,8	52,0	-1,7	55,0	-79,7
2023 Q1	4,3	-380,5	-376,2	261,1	-10,5	250,6	-125,6	-20,6	31,2	48,7	59,3	-66,3
Q2	-9,4	-249,8	-259,1	222,0	-31,6	190,4	-68,7	10,1	15,9	-4,3	21,7	-47,0
Q3 ^(a)	0,4	-166,1	-165,6	201,9	-50,2	151,7	-14,0	18,3	11,3	-19,9	9,7	-4,3
2023 Apr.	-7,3	-70,3	-77,6	57,2	-11,8	45,5	-32,1	-1,5	-4,2	-5,7	-11,3	-43,4
May	0,3	-100,1	-99,8	59,6	-9,6	50,0	-49,8	9,8	9,3	8,9	28,0	-21,8
June	-2,4	-79,3	-81,7	105,2	-10,3	94,9	13,2	1,7	10,8	-7,5	5,0	18,2
July	-0,7	-85,3	-86,0	45,9	-7,3	38,6	-47,4	9,4	-5,4	-6,6	-2,6	-50,0
Aug.	-0,2	-74,9	-75,1	65,3	-26,0	39,3	-35,7	-1,7	4,3	6,0	8,6	-27,1
Sep. ^(a)	1,3	-5,8	-4,5	90,7	-16,9	73,7	69,2	10,6	12,4	-19,4	3,7	72,9
Growth rates												
2020	11,4	16,4	15,7	-3,2	3,7	1,5	11,8	24,4	21,3	-	21,8	12,3
2021	7,9	10,3	10,0	-11,8	2,7	-1,6	7,0	12,0	3,3	371,3	6,5	7,0
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	517,7	11,3	3,8
2022 Q4	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	517,7	11,3	3,8
2023 Q1	1,5	-5,7	-4,7	68,8	1,4	20,1	1,1	-17,5	15,3	516,8	23,7	2,1
Q2	0,4	-9,3	-8,0	85,5	-0,2	24,0	-0,5	-2,6	14,5	328,2	22,6	0,5
Q3 ^(a)	-0,3	-11,4	-9,9	76,6	-3,0	22,0	-2,2	10,6	18,5	49,4	19,1	-1,2
2023 Apr.	1,0	-6,7	-5,7	73,3	0,9	21,0	0,5	-13,7	13,2	348,3	20,1	1,4
May	0,7	-8,2	-7,0	81,0	0,3	22,6	-0,1	-10,9	14,6	416,1	23,1	0,9
June	0,4	-9,3	-8,0	85,5	-0,2	24,0	-0,5	-2,6	14,5	328,2	22,6	0,5
July	0,1	-10,5	-9,1	85,2	-0,8	23,9	-1,4	-1,5	16,5	226,4	21,1	-0,4
Aug.	-0,3	-12,0	-10,4	86,3	-2,2	23,7	-2,4	-1,4	16,9	157,2	20,5	-1,3
Sep. ^(a)	-0,3	-11,4	-9,9	76,6	-3,0	22,0	-2,2	10,6	18,5	49,4	19,1	-1,2

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2020	2 966,0	2 514,2	308,2	140,2	3,3	7 665,3	4 967,4	437,0	2 260,1	0,9	1 120,6	235,3	497,3
2021	3 231,5	2 807,0	288,9	128,7	6,9	8 090,7	5 384,0	372,6	2 333,4	0,7	1 275,5	227,8	546,3
2022	3 362,5	2 725,2	495,9	135,5	5,9	8 392,7	5 541,1	442,9	2 407,8	0,9	1 300,8	235,0	560,0
2022 Q4	3 362,5	2 725,2	495,9	135,5	5,9	8 392,7	5 541,1	442,9	2 407,8	0,9	1 300,8	235,0	560,0
2023 Q1	3 342,6	2 600,5	600,8	132,9	8,4	8 387,4	5 423,7	568,4	2 394,3	0,9	1 202,8	231,7	576,6
Q2	3 338,1	2 507,7	686,3	132,5	11,7	8 377,9	5 305,8	705,1	2 366,1	0,9	1 182,0	231,8	565,2
Q3 (a)	3 317,7	2 435,8	733,8	132,7	15,3	8 379,0	5 219,9	843,6	2 314,6	0,8	1 230,0	212,0	566,8
2023 Apr.	3 336,5	2 571,7	622,8	131,9	10,1	8 373,4	5 378,9	608,5	2 385,1	0,9	1 213,7	227,0	560,5
May	3 305,7	2 529,4	632,5	132,3	11,6	8 375,7	5 341,6	657,6	2 375,6	0,9	1 218,7	226,9	555,8
June	3 338,1	2 507,7	686,3	132,5	11,7	8 377,9	5 305,8	705,1	2 366,1	0,9	1 182,0	231,8	565,2
July	3 305,4	2 463,1	699,6	132,0	10,7	8 375,8	5 260,9	756,5	2 357,6	0,8	1 191,7	215,4	564,4
Aug.	3 291,7	2 431,9	716,3	132,8	10,7	8 375,2	5 239,3	803,1	2 332,0	0,8	1 175,7	217,4	558,8
Sep. (a)	3 317,7	2 435,8	733,8	132,7	15,3	8 379,0	5 219,9	843,6	2 314,6	0,8	1 230,0	212,0	566,8
Transactions													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,8	-53,8	105,0	0,0	160,2	20,6	33,1
2021	251,7	276,8	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,0	77,0	-0,2	159,4	-9,5	46,6
2022	120,2	-90,0	205,6	6,0	-1,4	298,7	169,0	74,1	55,5	0,1	0,4	7,6	14,7
2022 Q4	11,7	-100,4	113,0	1,6	-2,6	25,2	-61,7	74,3	12,7	-0,1	-168,1	-7,4	8,4
2023 Q1	-29,1	-135,4	104,7	-0,9	2,6	-34,5	-146,1	120,1	-8,6	0,1	-97,6	-2,1	12,7
Q2	-4,1	-91,3	84,3	-0,4	3,3	-9,4	-117,7	136,6	-28,3	-0,1	-21,9	0,2	-14,1
Q3 (a)	-23,7	-73,9	46,4	0,3	3,5	-0,9	-91,3	141,8	-51,5	0,0	47,8	-20,7	1,5
2023 Apr.	-4,2	-27,7	22,6	-0,9	1,8	-13,5	-44,5	40,4	-9,3	-0,1	14,3	-4,4	-18,6
May	-35,5	-45,0	7,9	0,3	1,2	0,8	-38,2	48,4	-9,5	0,1	-0,1	-0,5	-5,0
June	35,6	-18,6	53,7	0,2	0,3	3,2	-35,0	47,8	-9,5	-0,1	-36,1	5,1	9,4
July	-30,7	-43,3	13,8	-0,4	-0,9	-1,4	-44,5	51,6	-8,5	0,0	11,9	-16,3	-0,8
Aug.	-15,4	-32,4	16,3	0,7	0,0	-2,1	-26,7	50,2	-25,6	0,0	-15,7	1,7	-5,7
Sep. (a)	22,4	1,8	16,3	0,0	4,4	2,6	-20,1	40,1	-17,4	0,0	51,6	-6,1	8,0
Growth rates													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	16,0	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	14,2	-4,0	9,4
2022	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	0,3	3,4	2,7
2022 Q4	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	0,3	3,4	2,7
2023 Q1	1,3	-9,4	106,0	3,2	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,5	-10,7	-8,7	0,6	3,5
Q2	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,5	97,2	-0,2	20,8	-14,2	1,0	-2,0
Q3 (a)	-1,3	-14,1	90,4	0,4	82,2	-0,2	-7,4	127,1	-3,2	-14,6	-16,2	-12,3	1,5
2023 Apr.	1,2	-10,1	108,1	2,7	7,8	1,7	-2,5	68,8	1,0	-7,0	-9,0	1,0	-1,4
May	0,2	-11,9	119,0	2,3	12,1	1,3	-3,6	83,3	0,4	18,9	-10,0	-1,2	-3,2
June	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,5	97,2	-0,2	20,8	-14,2	1,0	-2,0
July	-0,6	-14,1	118,2	2,1	13,5	0,7	-5,8	111,7	-0,9	6,3	-15,4	-9,5	-1,7
Aug.	-2,3	-15,7	107,4	1,0	37,6	0,2	-6,7	124,0	-2,3	-1,0	-18,8	-7,5	-2,5
Sep. (a)	-1,3	-14,1	90,4	0,4	82,2	-0,2	-7,4	127,1	-3,2	-14,6	-16,2	-12,3	1,5

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) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	5 906,9	998,1	4 896,9	14 323,0	11 911,0	12 289,7	4 706,6	6 132,9	904,7	166,8	1 547,5	864,5
2021	6 542,7	996,6	5 544,3	14 802,7	12 332,1	12 716,3	4 861,3	6 373,6	937,6	159,7	1 582,4	888,1
2022	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,5	12 981,3	13 177,5	5 126,9	6 633,2	1 074,7	146,5	1 569,9	836,3
2022 Q4	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,5	12 981,3	13 177,5	5 126,9	6 633,2	1 074,7	146,5	1 569,9	836,3
2023 Q1	6 358,0	995,7	5 337,4	15 415,3	13 013,9	13 204,4	5 131,0	6 666,0	1 078,5	138,5	1 552,0	849,4
Q2	6 269,7	986,0	5 258,3	15 425,4	12 979,0	13 205,8	5 130,7	6 633,4	1 071,0	144,0	1 576,4	869,9
Q3 ^(p)	6 211,5	991,4	5 195,0	15 445,0	12 994,7	13 218,3	5 118,5	6 636,0	1 101,7	138,5	1 576,8	873,4
2023 Apr.	6 319,0	981,7	5 312,2	15 422,6	13 000,7	13 202,3	5 124,9	6 666,7	1 064,5	144,6	1 564,3	857,7
May	6 262,1	990,6	5 245,9	15 445,4	13 000,6	13 228,2	5 134,9	6 631,4	1 092,7	141,6	1 582,5	862,3
June	6 269,7	986,0	5 258,3	15 425,4	12 979,0	13 205,8	5 130,7	6 633,4	1 071,0	144,0	1 576,4	869,9
July	6 228,4	983,1	5 219,8	15 443,1	12 993,1	13 219,5	5 135,4	6 626,3	1 095,9	135,5	1 572,2	877,8
Aug.	6 253,5	987,7	5 240,8	15 417,3	12 967,5	13 188,1	5 118,4	6 632,5	1 085,8	130,8	1 572,3	877,5
Sep. ^(p)	6 211,5	991,4	5 195,0	15 445,0	12 994,7	13 218,3	5 118,5	6 636,0	1 101,7	138,5	1 576,8	873,4
Transactions												
2020	1 040,0	13,5	1 026,4	733,6	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,7	28,2
2021	665,6	-0,4	675,6	561,9	473,9	507,3	175,9	261,8	46,4	-10,2	78,9	9,2
2022	177,1	9,9	166,4	634,6	623,2	680,1	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,4
2022 Q4	44,3	4,1	39,7	3,6	-31,7	11,5	-17,3	27,3	-27,5	-14,2	22,6	12,7
2023 Q1	-80,5	-19,8	-60,6	-6,1	6,8	3,3	-2,9	14,1	3,4	-7,8	-20,9	8,0
Q2	-85,4	-9,6	-76,2	10,7	-29,6	4,3	4,1	-29,9	-9,2	5,5	23,9	16,4
Q3 ^(p)	-13,1	4,7	-17,4	26,6	21,7	19,7	-4,7	5,0	26,9	-5,5	1,1	3,8
2023 Apr.	-34,4	-14,0	-20,5	7,8	-9,5	2,4	-2,7	1,9	-14,8	6,2	12,2	5,1
May	-63,3	8,9	-72,7	18,3	-5,3	18,9	7,7	-35,4	25,4	-3,1	17,0	6,7
June	12,3	-4,5	17,1	-15,5	-14,8	-17,1	-0,9	3,6	-19,9	2,4	-5,3	4,6
July	-40,4	-3,0	-37,6	20,8	18,5	17,2	7,2	-6,2	26,0	-8,5	-4,5	6,8
Aug.	22,6	4,0	19,1	-25,4	-24,7	-30,1	-15,6	6,3	-10,6	-4,8	0,0	-0,7
Sep. ^(p)	4,7	3,7	1,1	31,1	27,9	32,6	3,7	4,9	11,5	7,7	5,5	-2,3
Growth rates												
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,7	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 Q4	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 Q1	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,9	-9,8	-1,4	1,9
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
Q3 ^(p)	-2,1	-2,0	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,3	-0,6	-13,8	1,7	4,9
2023 Apr.	-0,8	-2,9	-0,5	2,5	2,9	3,3	3,8	2,6	2,7	-9,5	-1,3	3,0
May	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,3	-13,0	2,3	2,5
June	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
July	-2,9	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,6	1,7	0,7	3,2	-15,1	1,1	5,4
Aug.	-2,1	-2,0	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,5	0,6	-14,1	1,6	5,2
Sep. ^(p)	-2,1	-2,0	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,3	-0,6	-13,8	1,7	4,9

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2020	4 706,6	4 828,7	893,8	1 009,1	2 803,6	6 132,9	6 402,6	700,7	4 725,1	707,1
2021	4 861,3	4 993,1	885,3	1 005,5	2 970,5	6 373,6	6 638,4	698,5	4 971,1	703,9
2022	5 126,9	5 135,6	963,3	1 079,3	3 084,3	6 633,2	6 832,7	717,6	5 215,0	700,7
2022 Q4	5 126,9	5 135,6	963,3	1 079,3	3 084,3	6 633,2	6 832,7	717,6	5 215,0	700,7
2023 Q1	5 131,0	5 144,8	939,9	1 093,0	3 098,1	6 666,0	6 871,4	723,6	5 236,1	706,3
Q2	5 130,7	5 144,1	924,7	1 086,5	3 119,5	6 633,4	6 866,2	725,5	5 207,7	700,2
Q3 ^(a)	5 118,5	5 134,9	909,1	1 087,4	3 122,0	6 636,0	6 865,8	732,9	5 211,2	691,8
2023 Apr.	5 124,9	5 142,4	929,8	1 094,3	3 100,7	6 666,7	6 871,9	725,1	5 237,6	704,0
May	5 134,9	5 145,6	924,5	1 096,0	3 114,4	6 631,4	6 870,1	726,0	5 204,3	701,2
June	5 130,7	5 144,1	924,7	1 086,5	3 119,5	6 633,4	6 866,2	725,5	5 207,7	700,2
July	5 135,4	5 147,1	922,7	1 087,9	3 124,8	6 626,3	6 857,9	727,1	5 203,7	695,4
Aug.	5 118,4	5 125,6	903,4	1 084,3	3 130,7	6 632,5	6 863,2	729,8	5 209,5	693,2
Sep. ^(a)	5 118,5	5 134,9	909,1	1 087,4	3 122,0	6 636,0	6 865,8	732,9	5 211,2	691,8
Transactions										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	175,9	208,0	-1,4	2,4	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,9
2022	268,5	308,3	78,4	77,6	112,5	242,3	249,8	22,7	218,5	1,1
2022 Q4	-17,3	7,6	-38,1	18,2	2,7	27,3	36,0	5,2	21,9	0,2
2023 Q1	-2,9	3,3	-21,1	10,9	7,2	14,1	21,5	4,2	14,7	-4,9
Q2	4,1	1,8	-13,7	-4,7	22,4	-29,9	-3,4	3,4	-27,9	-5,4
Q3 ^(a)	-4,7	-1,2	-14,9	0,7	9,5	5,0	2,6	9,3	3,8	-8,1
2023 Apr.	-2,7	0,6	-8,9	3,0	3,2	1,9	2,5	2,0	1,7	-1,9
May	7,7	0,5	-6,6	1,2	13,1	-35,4	-3,5	1,3	-33,8	-2,9
June	-0,9	0,7	1,8	-8,9	6,1	3,6	-2,3	0,1	4,1	-0,7
July	7,2	4,8	-0,7	1,6	6,2	-6,2	-7,2	2,5	-3,9	-4,8
Aug.	-15,6	-19,9	-20,4	-3,4	8,1	6,3	5,3	3,0	5,6	-2,3
Sep. ^(a)	3,7	14,0	6,2	2,4	-4,9	4,9	4,5	3,9	2,0	-1,0
Growth rates										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 Q4	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Q1	4,5	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Q2	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
Q3 ^(a)	-0,4	0,2	-8,8	2,4	1,4	0,3	0,8	3,1	0,2	-2,6
2023 Apr.	3,8	4,7	1,6	8,6	2,9	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0
May	3,2	4,0	-0,7	8,2	2,7	1,5	2,0	2,8	1,8	-1,5
June	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
July	1,7	2,2	-3,1	5,1	2,0	0,7	1,3	2,5	0,8	-2,1
Aug.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,5	1,0	3,0	0,5	-2,5
Sep. ^(a)	-0,4	0,2	-8,8	2,4	1,4	0,3	0,8	3,1	0,2	-2,6

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2020	723,2	6 955,9	1 913,6	42,2	1 990,8	3 009,2	1 441,4	487,3	136,7	141,1
2021	762,6	6 886,1	1 837,3	37,1	1 997,2	3 014,4	1 377,7	435,9	128,5	136,8
2022	683,4	6 736,6	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,6	1 333,6	410,9	137,8	147,6
2022 Q4	683,4	6 736,6	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,6	1 333,6	410,9	137,8	147,6
2023 Q1	580,0	6 899,6	1 792,7	39,2	2 171,2	2 896,5	1 434,9	331,2	152,1	165,8
Q2	477,6	6 969,7	1 807,5	44,3	2 232,3	2 885,5	1 472,4	293,6	168,6	172,6
Q3 ^(p)	452,6	7 123,8	1 826,2	53,2	2 368,1	2 876,3	1 632,3	305,0	153,5	163,3
2023 Apr.	586,5	6 911,4	1 807,4	40,0	2 168,6	2 895,4	1 448,2	319,2	153,3	161,9
May	483,7	6 983,4	1 806,0	41,8	2 213,1	2 922,5	1 472,5	290,0	174,0	184,1
June	477,6	6 969,7	1 807,5	44,3	2 232,3	2 885,5	1 472,4	293,6	168,6	172,6
July	457,5	7 081,6	1 807,0	46,7	2 319,9	2 907,9	1 552,7	272,9	153,8	156,4
Aug.	426,6	7 121,1	1 806,5	50,2	2 339,8	2 924,5	1 570,5	242,4	165,9	161,8
Sep. ^(p)	452,6	7 123,8	1 826,2	53,2	2 368,1	2 876,3	1 632,3	305,0	153,5	163,3
Transactions										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-66,4	145,6	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,5	-110,7	-98,7	-8,3	-4,3
2022	-76,0	29,3	-89,8	-5,2	15,4	108,8	-71,2	-196,5	10,5	17,9
2022 Q4	40,8	59,9	-15,2	0,3	56,5	18,3	52,2	-79,2	-10,2	1,0
2023 Q1	-110,1	85,3	8,3	3,6	63,7	9,7	72,2	-76,6	15,0	18,9
Q2	-102,1	94,1	13,9	5,1	61,6	13,5	91,5	-71,9	16,5	6,7
Q3 ^(p)	-25,1	92,4	17,7	8,9	43,6	22,2	117,1	-67,6	-13,2	-6,0
2023 Apr.	6,5	21,8	15,4	0,8	4,0	1,6	29,2	-17,8	1,2	-3,9
May	-102,7	42,5	-4,1	1,8	31,4	13,4	5,7	-42,6	20,7	22,2
June	-5,9	29,7	2,6	2,5	26,1	-1,5	56,6	-11,4	-5,4	-11,5
July	-20,2	30,0	0,2	2,4	15,3	12,1	39,5	-60,1	-14,8	-16,2
Aug.	-30,9	24,6	-0,5	3,4	14,5	7,2	13,4	-44,0	12,1	5,4
Sep. ^(p)	25,9	37,8	18,0	3,0	13,9	2,9	64,2	36,5	-10,6	4,8
Growth rates										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-10,0	0,4	-4,8	-14,3	0,6	3,8	-	-	7,9	12,7
2022 Q4	-10,0	0,4	-4,8	-14,3	0,6	3,8	-	-	7,9	12,7
2023 Q1	-22,6	2,2	-3,3	-1,3	4,9	3,7	-	-	-4,2	1,3
Q2	-37,7	3,4	-2,2	26,9	8,7	2,8	-	-	1,7	10,2
Q3 ^(p)	-30,4	4,9	1,4	52,3	10,9	2,2	-	-	5,5	14,1
2023 Apr.	-23,9	2,3	-2,3	1,7	5,0	3,0	-	-	-16,0	-5,3
May	-35,0	3,1	-2,5	17,9	7,5	3,3	-	-	-4,2	8,2
June	-37,7	3,4	-2,2	26,9	8,7	2,8	-	-	1,7	10,2
July	-39,0	3,8	-1,5	35,7	9,7	2,5	-	-	-10,9	-1,6
Aug.	-35,1	4,4	-0,4	42,1	10,2	2,8	-	-	5,9	11,5
Sep. ^(p)	-30,4	4,9	1,4	52,3	10,9	2,2	-	-	5,5	14,1

Source: 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: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,6
Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 Q1	-3,7	.	.	.	.	-2,0
Q2	-3,8	.	.	.	.	-2,1

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 Q3	47,1	46,4	13,6	13,1	14,9	0,7	50,3	45,4	9,9	5,9	1,6	22,9	4,9
Q4	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 Q1	46,7	45,9	13,5	12,8	14,8	0,8	50,3	45,3	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
Q2	46,5	45,7	13,4	12,7	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,5	28,7	45,7	90,0	0,9
2022 Q3	92,2	2,9	13,5	75,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	90,9	2,7	13,2	75,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	90,7	2,5	12,8	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90,3	2,5	12,5	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2022 Q3	-4,5	1,6	-0,2	0,1	-0,4	0,3	0,0	0,2	0,4	-0,6	-6,0	2,6
Q4	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2023 Q1	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3
Q2	-3,1	2,1	-0,8	-1,0	-1,4	0,2	0,2	0,1	0,7	-0,5	-4,5	2,3

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption			
								Maturities of up to 1 year						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8	
2021	14,0	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2022	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5	
2022 Q2	13,5	12,3	4,4	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4	
Q3	13,0	11,8	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4	
Q4	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5	
2023 Q1	13,6	12,3	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7	
2023 Apr.	13,4	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,8	1,3	1,1	1,9	2,0	2,4	0,9	
May	13,4	12,1	3,4	1,3	0,3	8,2	1,8	1,3	1,2	1,9	2,0	2,6	1,0	
June	13,7	12,4	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,4	1,9	2,0	2,8	1,1	
July	13,7	12,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	2,0	1,9	3,0	1,2	
Aug.	13,6	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,6	2,0	1,9	3,2	1,4	
Sep.	13,9	12,5	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,2	1,8	2,0	1,9	3,3	1,5	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 Q3	-3,5	-1,8	-0,3	1,6	-3,1	-4,1	-4,3	0,4	-7,7	2,4
Q4	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 Q1	-4,0	-3,1	-1,3	2,1	-2,5	-4,3	-4,5	-0,2	-8,1	3,1
Q2	-4,1	-3,4	-1,7	2,2	-2,4	-4,4	-4,7	-0,4	-8,0	3,4
Government debt										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 Q3	105,6	66,8	15,9	48,5	175,9	114,0	113,5	69,8	143,1	89,7
Q4	104,3	66,1	18,5	44,4	171,4	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 Q1	106,4	65,7	17,2	43,6	168,6	111,2	112,4	69,1	140,9	83,1
Q2	106,0	64,6	18,5	43,1	166,5	111,2	111,9	66,5	142,4	85,3
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 Q3	-4,3	0,8	0,6	-5,4	-0,3	-3,0	1,0	-3,0	-2,7	-0,8
Q4	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2023 Q1	-4,3	-1,2	-0,6	-4,9	-0,1	-3,5	0,1	-3,2	-2,6	-0,9
Q2	-3,0	-1,3	-0,8	-4,3	-0,2	-4,1	0,0	-3,1	-3,4	-1,5
Government debt										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 Q3	40,1	37,0	24,7	51,9	48,2	81,3	118,4	74,4	57,5	71,8
Q4	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 Q1	43,0	38,1	28,4	52,4	48,3	80,3	112,4	72,0	58,0	73,3
Q2	39,5	38,1	28,2	50,7	46,9	78,6	110,1	70,5	59,6	74,6

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2023**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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).

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 25 octobre 2023.

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

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-23-007-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général