



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



BULLETIN MENSUEL FÉVRIER 2014

En 2014, toutes
les publications
de la BCE
comportent
un motif figurant
sur le billet
de 20 euros.

© Banque centrale européenne, 2014

Adresse

Kaiserstrasse 29
D-60311 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Adresse postale

Boîte postale 16 03 19
D-60066 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Téléphone

+49 69 13 44 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Télécopie

+49 69 13 44 60 00

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).

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 5 février 2014.

ISSN 1561-0306 (version papier)

ISSN 1725-2989 (internet)



TABLE DES MATIÈRES

ÉDITORIAL	5
ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES	
1 Environnement extérieur de la zone euro	7
Encadré 1 Les déterminants de l'évolution récente de l'inflation au niveau mondial	8
Encadré 2 L'ajustement du compte de transactions courantes dans les États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale	16
2 Évolutions monétaires et financières	20
Encadré 3 Incidence du secteur des IFM de la Lettonie sur les statistiques monétaires de la zone euro	21
Encadré 4 Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le quatrième trimestre 2013	26
Encadré 5 Les comptes intégrés de la zone euro au troisième trimestre 2013	45
3 Prix et coûts	51
Encadré 6 Effets de base liés aux composantes volatiles de l'IPCH et leur incidence sur la hausse de l'IPCH en 2014	53
Encadré 7 Indicateurs expérimentaux relatifs aux prix de l'immobilier commercial	56
Encadré 8 Résultats de l'enquête du premier trimestre 2014 auprès des prévisionnistes professionnels	63
4 Production, demande et marché du travail	69
Encadré 9 Les évolutions du chômage des jeunes dans les pays de la zone euro depuis le début de la crise	73
ARTICLES	
Extensions des modèles d'évaluation de la monnaie et du crédit	79
Les évolutions du processus de désendettement dans le secteur des entreprises de la zone euro	101
STATISTIQUES DE LA ZONE EURO	SI
ANNEXES	
Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème	I
Publications de la Banque centrale européenne	V
Glossaire	VII

ABRÉVIATIONS

PAYS

BE	Belgique	LU	Luxembourg
BG	Bulgarie	HU	Hongrie
CZ	République tchèque	MT	Malte
DK	Danemark	NL	Pays-Bas
DE	Allemagne	AT	Autriche
EE	Estonie	PL	Pologne
IE	Irlande	PT	Portugal
GR	Grèce	RO	Roumanie
ES	Espagne	SI	Slovénie
FR	France	SK	Slovaquie
HR	Croatie	FI	Finlande
IT	Italie	SE	Suède
CY	Chypre	UK	Royaume-Uni
LV	Lettonie	JP	Japon
LT	Lituanie	US	États-Unis

AUTRES

AIF	Autres intermédiaires financiers
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BRI	Banque des règlements internationaux
CAF	Coût, assurance et fret à la frontière de l'importateur
CTCI Rév. 4	Classification type pour le commerce international (4 ^e version révisée)
CUM	Coûts unitaires de main-d'œuvre
CUMIM	Coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière
cvs	Corrigé des variations saisonnières
FAB	Franco à bord à la frontière de l'exportateur
FBCF	Formation brute de capital fixe
FMI	Fonds monétaire international
HWWI	Institut de recherches économiques de Hambourg
IFM	Institution(s) financière(s) monétaire(s)
IME	Institut monétaire européen
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Indice des prix à la production
NACE Rév. 2	Nomenclature générale des activités économiques dans les Communautés européennes
NEM	Nouveaux États membres
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIT	Organisation internationale du travail
PECO	Pays d'Europe centrale et orientale
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes nationaux 1995
TCE	Taux de change effectif
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
ZE	Zone euro

Ainsi qu'il est d'usage dans la Communauté, les pays de l'Union européenne sont énumérés dans ce *Bulletin* en suivant l'ordre alphabétique de leur nom dans la langue nationale.

ÉDITORIAL



Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 6 février 2014, de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les informations disponibles confirment que la reprise modérée de l'économie de la zone euro se poursuit conformément à l'évaluation précédente du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, les tensions sous-jacentes sur les prix dans la zone euro restent faibles et les évolutions de la monnaie et du crédit sont atones. Les anticipations d'inflation pour la zone euro à moyen et long terme demeurent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2%. Comme indiqué précédemment, l'économie de la zone euro traverse actuellement une période prolongée de faible inflation, qui sera suivie d'une remontée graduelle vers des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2%. S'agissant des perspectives de prix et de croissance à moyen terme, davantage d'informations et d'analyses deviendront disponibles début mars. Les données récentes confirment pleinement la décision du Conseil des gouverneurs de maintenir une orientation accommodante de la politique monétaire aussi longtemps que nécessaire, ce qui soutiendra la reprise progressive de l'économie dans la zone euro. Le Conseil des gouverneurs réitère fermement ses indications sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE. Il continue de prévoir que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Cette anticipation est fondée sur le maintien à moyen terme de perspectives d'inflation globalement modérées, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie et de l'atonie des évolutions monétaires. En ce qui concerne la volatilité récente du marché monétaire et ses implications éventuelles pour l'orientation de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs suit attentivement les évolutions et est prêt à examiner tous les instruments disponibles. Au total, le Conseil des gouverneurs reste fermement déterminé à conserver l'orientation monétaire largement accommodante et à prendre, si nécessaire, de nouvelles mesures décisives.

S'agissant de l'analyse économique, les évolutions des données et des enquêtes récentes vont dans le sens d'une poursuite de la reprise modérée de l'activité au dernier trimestre 2013, après deux trimestres de croissance positive du PIB en volume. Pour la suite, la précédente évaluation, par le Conseil des gouverneurs, de la croissance économique se confirme. La production de la zone euro devrait se redresser lentement. En particulier, on devrait observer une légère hausse de la demande intérieure, à la faveur de l'orientation accommodante de la politique monétaire, de l'amélioration des conditions de financement et des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, les revenus réels bénéficient d'une hausse plus limitée des prix de l'énergie. L'activité économique devrait également bénéficier d'un raffermissement graduel de la demande extérieure adressée à la zone euro. Cela étant, même si le chômage se stabilise dans la zone euro, il demeure élevé et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur le rythme de la reprise économique.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse. Les évolutions des conditions sur les marchés monétaires et financiers à l'échelle mondiale et les incertitudes qui y sont associées, notamment dans les économies de marché émergentes, pourraient influencer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à une demande intérieure et une croissance des exportations plus faibles que prévu ainsi qu'à une mise en œuvre trop lente ou insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,7% en janvier 2014, après 0,8% en décembre. Ce ralentissement a principalement résulté des évolutions des prix de l'énergie. Le taux d'inflation de janvier 2014 a été inférieur à ce qui était généralement attendu. Sur la base des informations disponibles et des cours constatés des contrats à terme sur l'énergie, l'inflation, en rythme annuel, devrait demeurer proche des niveaux actuels au cours des prochains mois. À moyen terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester contenues dans la zone euro. Les anticipations d'inflation pour la zone euro à moyen et long terme demeurent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2%.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix restent limités, tant à la hausse qu'à la baisse, et demeurent globalement équilibrés à moyen terme.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données relatives à décembre 2013 confortent le diagnostic d'une expansion sous-jacente atone de la monnaie au sens large (M3) et du crédit. La croissance annuelle de M3 s'est réduite, à 1,0 %, en décembre, après 1,5 % en novembre. Les sorties enregistrées au titre des dépôts en décembre reflètent les importantes cessions de titres des administrations publiques et du secteur privé par les IFM de la zone euro, qui pourraient être en partie liées à des ajustements effectués par les banques en prévision de l'évaluation complète des bilans du secteur bancaire par la BCE. Ces évolutions ont également affecté la croissance annuelle de M1, qui s'est réduite à 5,8 % en décembre, tout en demeurant robuste. Comme les mois précédents, le principal facteur soutenant la progression annuelle de M3 a été l'amélioration de la position extérieure nette des IFM, qui a continué de refléter l'intérêt accru des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro. Le taux de variation annuel des prêts au secteur privé a continué de se contracter. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à 0,3 % en décembre, un niveau globalement inchangé depuis début 2013. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est inscrit à - 2,9 % en décembre, après - 3,1 % en novembre. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier 2014 laisse présager la poursuite d'une certaine stabilisation des conditions d'octroi du crédit pour les entreprises et les ménages et un recul net moins important de la demande de prêts des entreprises. Dans l'ensemble, la faible dynamique des prêts aux sociétés non financières continue de traduire le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit ainsi que l'ajustement en cours des bilans des agents financiers et non financiers.

Depuis l'été 2012, le financement des banques s'est considérablement amélioré. Afin de garantir une transmission adéquate de la politique monétaire aux conditions de financement dans les pays de la zone euro, il est essentiel que la résorption de la fragmentation des marchés du crédit de la zone euro se poursuive et que la résilience des banques soit renforcée lorsque cela est nécessaire. Tel est l'objectif de l'évaluation complète de la BCE, tandis que la réalisation rapide de nouvelles avancées dans la mise en place d'une union bancaire permettra de rétablir la confiance dans le système financier.

En résumé, l'analyse économique confirme l'anticipation du Conseil des gouverneurs d'une période prolongée de faible inflation, suivie d'une remontée graduelle vers des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 %. Un recoupement avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme les tensions sous-jacentes modérées à moyen terme sur les prix dans la zone euro.

En ce qui concerne les finances publiques, les pays de la zone euro ne doivent pas relâcher les efforts d'assainissement entrepris et doivent placer la dette publique élevée sur une trajectoire baissière à moyen terme. Les stratégies en matière de finances publiques doivent être conformes au Pacte de stabilité et de croissance et garantir des mesures d'assainissement propices à la croissance, qui améliorent la qualité et l'efficacité des services publics tout en réduisant au minimum les effets de distorsion créés par la fiscalité. Accompagnées de la mise en œuvre résolue de réformes structurelles, ces stratégies continueront de soutenir la reprise encore fragile de l'économie. Les gouvernements doivent donc poursuivre les réformes des marchés des biens et services et des marchés du travail. Ces réformes contribueront à renforcer le potentiel de croissance de la zone euro et à réduire les taux de chômage élevés dans de nombreux pays.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient deux articles. Le premier examine les extensions récentes apportées aux modèles utilisés dans l'analyse monétaire menée par la BCE. Le deuxième article étudie le processus de désendettement dans le secteur des entreprises de la zone euro.

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

L'activité économique mondiale se redresse progressivement mais la croissance reste modérée et inégale selon les régions. Même si le rythme de la croissance se renforce régulièrement dans la plupart des économies avancées, soutenu notamment par une politique monétaire accommodante et un allègement de la pression fiscale, il s'est un peu ralenti dans les économies de marché émergentes, en raison d'obstacles structurels persistants, des incertitudes politiques et de la volatilité des conditions des marchés financiers. Les derniers indicateurs relatifs au climat des affaires vont dans le sens d'une poursuite de l'expansion modérée de l'économie mondiale début 2014 et d'un renforcement progressif des échanges commerciaux. L'inflation demeure faible au niveau mondial en raison d'une moindre contribution des prix des matières premières et d'un important volant de capacités de production inutilisées, tandis que les anticipations d'inflation sont fermement ancrées dans la plupart des pays.

I.1 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET ÉCHANGES COMMERCIAUX À L'ÉCHELLE MONDIALE

L'activité économique mondiale se redresse progressivement, grâce à un raffermissement de la demande intérieure et extérieure dans la plupart des économies avancées, soutenu par une politique monétaire accommodante, un allègement de la pression fiscale, l'amélioration des bilans des ménages et des effets de confiance positifs. Dans les économies de marché émergentes, même si l'activité est demeurée soutenue dans l'ensemble, le rythme de la croissance s'est quelque peu ralenti en raison des goulets d'étranglement du côté de l'offre, des incertitudes politiques et d'un regain de volatilité sur les marchés financiers. Les derniers indicateurs tirés d'enquêtes font état, dans l'ensemble, d'un climat des affaires robuste début 2014. En particulier, l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale est resté globalement inchangé en janvier par rapport au mois précédent, ressortant à 53,9, la hausse dans les services étant compensée par un léger fléchissement dans le secteur manufacturier. Hors zone euro, l'indice est resté stable, à 54,3, niveau légèrement supérieur à sa moyenne de long terme (cf. graphique 1).

Les indicateurs prospectifs pour l'économie mondiale font également état d'une expansion progressive de l'activité, probablement inégale selon les régions. La composante relative aux nouvelles commandes de l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de l'industrie mondiale (hors zone euro) a légèrement fléchi en janvier, à 54,4. Dans le même temps, l'indicateur composite avancé de l'OCDE, censé anticiper les points de retournement de l'activité économique par rapport à la tendance, a fait état en novembre d'une accélération de la croissance dans la plupart des principaux pays de l'OCDE, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, mais a dressé un tableau plus contrasté pour les économies de marché émergentes, avec les premiers signes d'une accélération de l'activité en Chine mais une croissance atone au Brésil, en Russie et en Inde (cf. graphique 2).

Reflétant le raffermissement de la croissance mondiale, la dynamique des échanges commerciaux s'est également accélérée récemment, confirmant une nouvelle fois une reprise graduelle après une période prolongée de croissance atone. Selon les dernières données du Bureau néerlandais d'analyse

Graphique 1 Indice des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro)

(cvs ; données mensuelles)



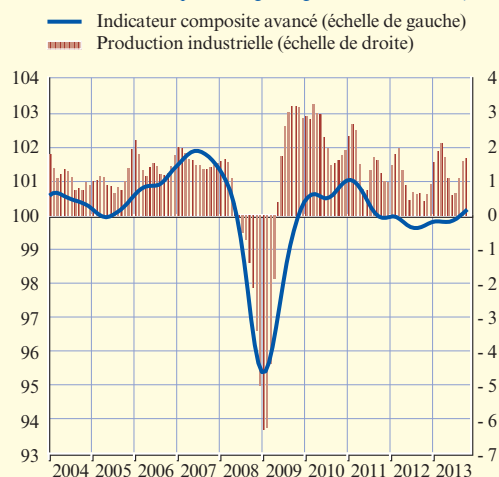
Source : Markit

de la politique économique (CPB), en glissement sur trois mois, les importations mondiales de biens ont augmenté de 2,0 % en volume en novembre 2013, contre 1,2 % en octobre. Il s'agit du résultat le plus élevé depuis mars 2011, reflétant une dynamique plus soutenue dans les économies émergentes (à l'exception de l'Amérique latine) et, dans une moindre mesure, dans les économies avancées. L'indice global des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans l'industrie manufacturière est resté dans la zone d'expansion, malgré un léger fléchissement en janvier, indiquant une poursuite de la reprise modérée du commerce mondial.

La balance des risques pesant sur les perspectives mondiales reste orientée à la baisse. Les évolutions des conditions sur les marchés monétaires et financiers à l'échelle mondiale et les incertitudes qui y sont associées, notamment dans les économies de marché émergentes, pourraient influencer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à un renchérissement des matières premières et à une demande mondiale plus faible que prévu.

Graphique 2 Indicateur composite avancé et production industrielle

(échelle de gauche : moyenne de l'indice normalisé = 100 ; échelle de droite : variation en pourcentage des glissements sur 3 mois)



Sources : OCDE et calculs de la BCE

Notes : L'indicateur composite avancé se rapporte aux pays de l'OCDE plus le Brésil, la Chine, l'Inde, l'Indonésie, la Russie et l'Afrique du Sud. La ligne horizontale à 100 représente la tendance de l'activité économique. La production industrielle se rapporte au même échantillon à l'exclusion de l'Indonésie.

1.2 ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

L'inflation demeure faible au niveau mondial, dans un contexte de relative stabilité des prix des matières premières, d'importantes capacités de production inutilisées et d'ancrage des anticipations d'inflation. Dans la zone OCDE, la hausse annuelle des prix à la consommation s'est légèrement accentuée, ressortant à 1,6 % en décembre 2013, après 1,5 % en novembre, essentiellement sous l'effet du renchérissement de l'énergie. L'inflation s'est légèrement accélérée dans la plupart des économies avancées, à l'exception du Royaume-Uni, tandis que la situation a été relativement contrastée et volatile dans les économies de marché émergentes. Hors produits alimentaires et énergie, le taux d'inflation annuel dans la zone OCDE est demeuré stable en décembre, à 1,6 %.

Les évolutions récentes au niveau des pays et des régions laissent penser que le ralentissement de l'inflation globale au niveau mondial depuis 2011 a principalement résulté des moindres contributions des prix des matières premières et des importantes capacités de production inutilisées, tandis que les anticipations d'inflation demeurent solidement ancrées dans les principales économies (cf. encadré 1).

Encadré 1

LES DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION AU NIVEAU MONDIAL

Avec le ralentissement de l'inflation dans la zone euro, le présent encadré étudie si la récente expérience de la zone s'inscrit dans un mouvement synchronisé plus large de repli de l'inflation au niveau mondial et, le cas échéant, ce qui détermine cette évolution.

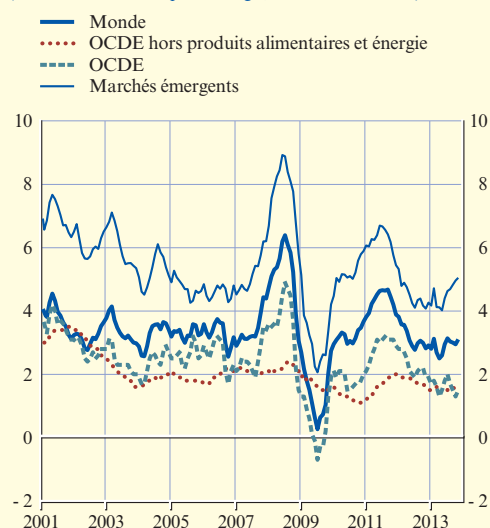
L'évolution de l'inflation au niveau mondial

Dans l'ensemble, la hausse des prix à la consommation au niveau mondial s'est atténuée depuis mi-2011. Après le net recul observé fin 2008 et en 2009 dans le sillage de l'intensification de la crise financière mondiale, le taux annuel moyen de l'inflation mondiale, mesuré sur trente-quatre grandes économies (cf. graphique A), a augmenté pour atteindre un pic à 4,7% en septembre 2011. En 2012, l'inflation mondiale a rapidement fléchi pour demeurer globalement stable par la suite, ressortant à 3% en décembre 2013. La modération de la hausse des prix depuis 2011 a affecté tant les économies avancées que les économies émergentes. L'inflation agrégée des pays de l'OCDE s'est progressivement ralentie au cours de cette période. L'inflation s'est également repliée dans les économies de marché émergentes à partir de mi-2011 avant d'augmenter légèrement de nouveau vers la fin 2013.

Au niveau des différents pays, la désinflation a été un phénomène plutôt courant depuis 2011 (cf. graphique B, barres en bleu). Dans la plupart des économies avancées et émergentes, l'inflation était plus faible vers la fin 2013 qu'en 2011. Dans la zone euro, le taux d'inflation s'est inscrit en baisse de 1,9 point de pourcentage, revenant de 2,7 % en 2011 à 0,8 % en décembre 2013. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada, l'inflation s'est ralentie au cours de cette période dans des proportions équivalentes. Une exception notable dans les économies avancées est le Japon, qui, après une longue période de déflation, a vu la variation de ses prix retrouver progressivement des valeurs positives, mouvement favorisé par des politiques monétaire et budgétaire expansionnistes ainsi que par la dépréciation du taux de change du yen. Dans la plupart des économies avancées, l'inflation est revenue à des niveaux qui sont inférieurs aux objectifs à moyen terme des différentes banques centrales. Parmi les principales économies émergentes, l'inflation s'est nettement ralentie en Chine, en Inde et en Russie, mais a présenté un recul moins marqué au Brésil.

Graphique A Inflation dans une sélection de régions

(variation annuelle en pourcentage ; données mensuelles)

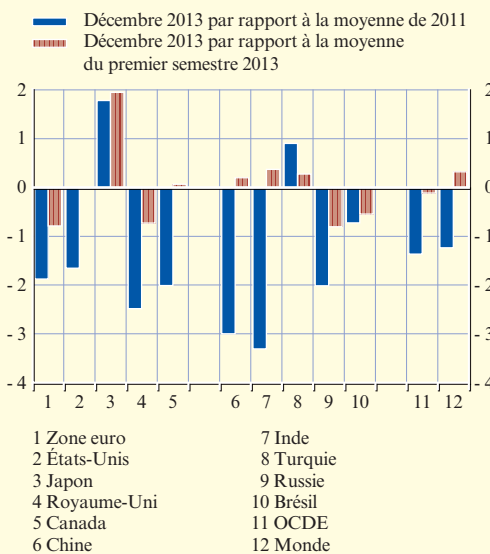


Sources : OCDE et HAVER Analytics

Notes : La dernière observation se rapporte à décembre 2013. La série relative aux marchés émergents correspond à une moyenne pondérée par le PIB de 23 grandes économies de marché émergentes. La série dans son ensemble correspond à une agrégation de l'inflation pondérée par le PIB de 34 grandes économies.

Graphique B Modifications de l'inflation dans une sélection de pays

(en points de pourcentage)



Source : HAVER Analytics

Note : Inflation mesurée par l'IPC pour tous les pays à l'exception de l'Inde (prix de gros). Les dernières données disponibles se rapportent à décembre 2013 pour tous les pays.

Depuis le premier semestre 2013, toutefois, l'évolution des prix a été légèrement différente d'une région à l'autre. Tandis que l'inflation globale a continué de se replier dans la zone euro, au Royaume-Uni et dans les autres pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, elle a été globalement stable aux États-Unis et au Canada. En ce qui concerne les économies émergentes, l'inflation s'est ralentie au Brésil et en Russie, mais s'est légèrement accentuée en Chine et en Inde (cf. graphique B, barres en rouge). Ces différences reflètent des chocs spécifiques à certains pays et également, dans une certaine mesure, des différences de situation conjoncturelle de l'économie.

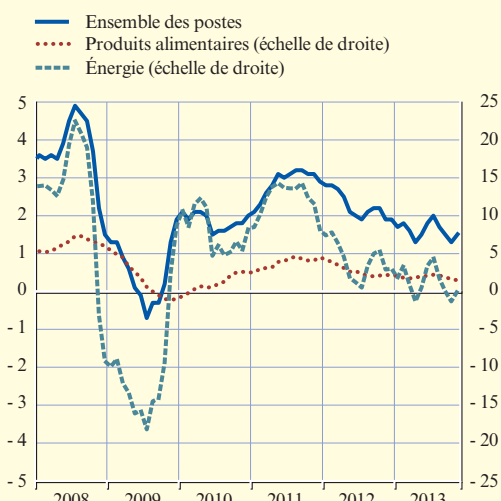
Les facteurs à l'origine de l'évolution de l'inflation au niveau mondial

Le ralentissement de l'inflation globale au niveau mondial depuis 2011 a été fortement influencé par la baisse des prix des matières premières. En ce qui concerne les pays de l'OCDE, la hausse des prix de l'énergie a été plutôt modérée, ressortant à seulement 1,1 %, en moyenne, au second semestre 2013, contre 12,2 %, en moyenne, en 2011. En décembre 2013, la contribution des prix de l'énergie à l'augmentation générale des prix dans la zone OCDE a été proche de zéro. Par ailleurs, le fait que les prix des produits alimentaires soient modérés au plan international a également atténué les tensions inflationnistes à l'échelle mondiale, mais dans une moindre mesure. Dans la zone OCDE, les prix des produits alimentaires ont augmenté en moyenne de 3,8 % en 2011, mais de 1,8 % seulement au second semestre 2013. Depuis 2011, l'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée globalement plus stable dans les pays de l'OCDE.

Les estimations de l'écart de production pour la zone OCDE au niveau agrégé indiquent que, même s'il s'est partiellement resserré en 2010 et 2011, le volant de capacités inutilisées demeure important et a légèrement augmenté au cours des deux dernières années, attestant d'un apaisement des tensions sur les prix. Par ailleurs, le ralentissement de l'activité dans les économies émergentes,

Graphique C Composantes de l'inflation dans les pays de l'OCDE

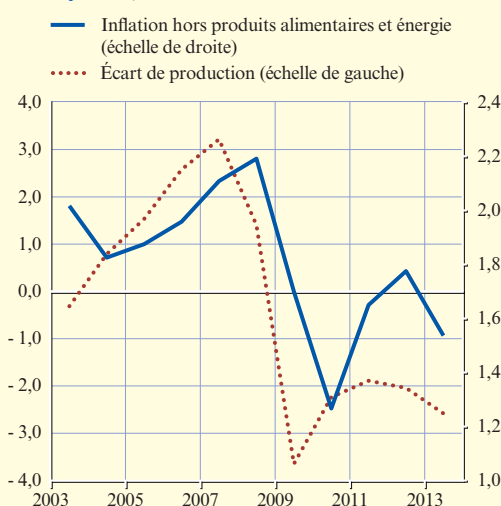
(variation annuelle en pourcentage)



Source : OCDE
Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2013.

Graphique D Inflation (hors produits alimentaires et énergie) et estimation de l'écart de production pour les pays de l'OCDE

(variation annuelle en pourcentage ; en pourcentage du PIB potentiel)



Source : OCDE
Note : Agrégation de 34 pays de l'OCDE. L'écart de production correspond à une estimation pour 2013.

conjugué à des écarts de production en repli voire négatifs au cours de cette période, a également atténué les tensions sur les prix dans ces pays.

Dans le même temps, même si l'inflation globale se situe désormais à des niveaux inférieurs aux objectifs des banques centrales de la plupart des économies avancées, les anticipations d'inflation à moyen et long terme sont demeurées stables. Les anticipations d'inflation extraites des données d'enquêtes et des indicateurs des marchés financiers pour la plupart des économies avancées ont eu tendance à confirmer le solide ancrage des anticipations d'inflation (à moyen et long terme). Par exemple, selon l'enquête de l'Université du Michigan relative aux anticipations d'inflation aux États-Unis (à cinq et dix ans), ces dernières sont demeurées plutôt stables, dans une fourchette comprise entre 2,7 % et 3 % depuis février 2013, et les points morts d'inflation à cinq ans pour les États-Unis et le Royaume-Uni se situent entre 2,3 % et 3 % depuis février 2013. Toutefois, au cours de la même période, selon l'enquête QUICK, les anticipations d'inflation à deux ans au Japon se sont inscrites en hausse de 1 point de pourcentage environ. Cette évolution a été précédée par l'annonce faite en janvier 2013 par la Banque du Japon d'un « objectif de stabilité des prix » de 2 %, à atteindre dans les meilleurs délais.

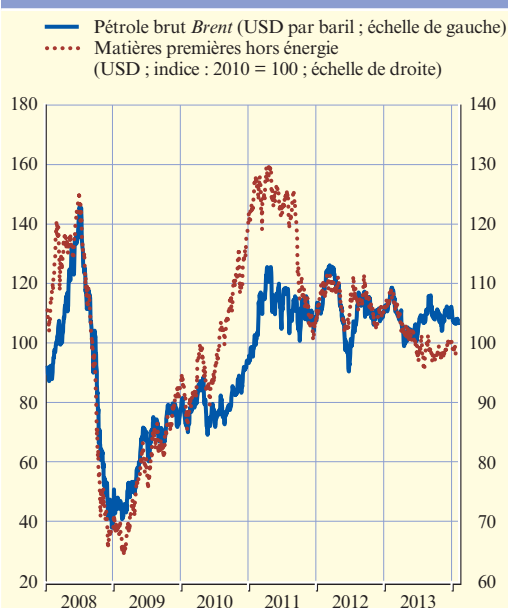
Perspectives en matière d'inflation mondiale

La tendance est à la poursuite d'une inflation mondiale modérée au cours des prochains mois, les capacités de production inutilisées demeurant importantes au plan international. Cependant, le redressement largement attendu de l'activité économique mondiale à moyen terme devrait favoriser une augmentation graduelle de l'inflation à l'échelle mondiale pour atteindre des niveaux conformes aux anticipations d'inflation à moyen terme.

Les perspectives d'inflation au niveau mondial sont fortement influencées par les évolutions des prix des matières premières. Les cours du *Brent* ont baissé en janvier 2014 pour s'établir à 106 dollars le baril environ le 4 février, soit 9 % en dessous du niveau enregistré un an auparavant. Cette évolution reflète en partie des conditions d'offre et de demande plus favorables. Selon l'Agence internationale de l'énergie, la demande mondiale de pétrole devrait diminuer de 0,7 million de barils par jour au premier trimestre 2014, tandis que l'offre des pays hors OPEP devrait légèrement se réduire, de 0,1 million de barils par jour, atténuant ainsi les tensions sur l'offre des pays de l'OPEP. Les intervenants de marché s'attendent également à une baisse des cours à moyen terme, les contrats à terme décembre 2015 se négociant aux alentours de 98 dollars le baril.

Les prix des matières premières hors énergie ont globalement diminué en janvier, le recul étant

Graphique 3 Principales évolutions des prix des matières premières



Sources : Bloomberg et HWWI

Tableau I Évolution des prix dans une sélection d'économies

(variations annuelles en pourcentage)

	2012	2013	2013					
			Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.
OCDE	2,3	1,6	2,0	1,7	1,5	1,3	1,5	1,6
États-Unis	2,1	1,5	2,0	1,5	1,2	1,0	1,2	1,5
Japon	0,0	0,4	0,7	0,9	1,1	1,1	1,5	1,6
Royaume-Uni	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,2	2,1	2,0
Chine	2,6	2,6	2,7	2,6	3,1	3,2	3,0	2,5
Pour mémoire :								
OCDE hors produits alimentaires et énergie	1,8	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6

Sources : OCDE, données nationales, BRI, Eurostat et calculs de la BCE

particulièrement prononcé pour les cours des métaux. Le 31 janvier, l'indice des prix des matières premières hors énergie (libellés en dollars) était inférieur de 10 % environ à son niveau un an auparavant.

1.3 ÉVOLUTIONS DANS UNE SÉLECTION D'ÉCONOMIES

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, la croissance du PIB en volume est restée soutenue au quatrième trimestre 2013. Selon la première estimation du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a augmenté de 3,2 % en rythme annualisé (0,8 % en glissement trimestriel), contre 4,1 % (1,0 % en glissement trimestriel) au trimestre précédent. La croissance a été soutenue par des hausses des dépenses de consommation privée et des exportations plus importantes qu'au trimestre précédent, tandis que la constitution de stocks a contribué à la croissance pour le quatrième trimestre consécutif. L'investissement résidentiel et la dépense publique ont fléchi, le recul étant dû pour cette dernière à une réduction des dépenses au niveau fédéral, qui a plus que compensé une augmentation au niveau des États et des administrations locales.

Les indicateurs récents laissent présager une poursuite de la reprise de l'activité économique, même si la croissance pourrait se ralentir temporairement au premier trimestre 2014 par rapport aux taux de progression soutenus observés au second semestre 2013. La plupart des données à haute fréquence jusqu'à décembre et certaines données tirées d'enquêtes pour janvier ont légèrement fléchi, en partie en raison des mauvaises conditions météorologiques. De plus, l'importance des contributions des stocks à la croissance du PIB au cours des quatre derniers trimestres laisse penser qu'il pourrait y avoir une correction au premier trimestre 2014. En ce qui concerne le marché du travail, le rythme des créations d'emplois s'est ralenti en décembre 2013, en partie en raison des températures exceptionnellement rigoureuses. Dans le même temps, le taux de chômage a de nouveau fléchi en décembre, davantage d'Américains étant sortis des statistiques de la population active. Globalement, les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la reprise graduelle sur le marché du travail.

La hausse annuelle de l'IPC s'est accélérée de 0,3 point de pourcentage en décembre 2013, pour ressortir à 1,5 %, reflétant essentiellement un rebond des prix de l'énergie après plusieurs mois de baisse. La hausse des prix des produits alimentaires est demeurée faible. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation s'est établie à 1,7 %, niveau autour duquel elle oscille depuis avril 2013. Pour l'ensemble de 2013, l'inflation annuelle est ressortie à 1,5 %, après 2,1 % en 2012, le recul de l'inflation ayant été particulièrement marqué pour les prix de l'énergie, des produits alimentaires et des soins médicaux. À plus long terme, l'importante sous-utilisation des capacités de production

Tableau 2 Croissance du PIB en volume dans une sélection d'économies

(variations en pourcentage)	Taux de croissance annuels					Taux de croissance trimestriels		
	2012	2013	2013	2013	2013	2013	2013	2013
			T2	T3	T4	T2	T3	T4
États-Unis	2,8	1,9	1,6	2,0	2,7	0,6	1,0	0,8
Japon	1,4	–	1,3	2,4	–	0,9	0,3	–
Royaume-Uni	0,3	1,9	2,0	1,9	2,8	0,8	0,8	0,7
Chine	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	1,8	2,2	1,8

Sources : Données nationales, BRI, Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données en italique se rapportent à des statistiques provisoires.

dans l'économie et la dynamique modérée des salaires et des coûts des consommations intermédiaires laissent penser que l'inflation devrait demeurer contenue.

Dans un contexte d'amélioration globale des perspectives économiques, le Comité fédéral de l'*open market* a décidé, lors de sa réunion du 29 janvier 2014, un ralentissement du rythme de ses achats mensuels d'actifs de 10 milliards de dollars supplémentaires, les ramenant ainsi à 65 milliards par mois à compter de février. Cette réduction est répartie de façon égale entre les achats de titres adossés à des créances hypothécaires (de 35 milliards de dollars à 30 milliards) et les bons du Trésor à long terme (de 40 milliards à 35 milliards). Une nouvelle baisse des achats dépendra de l'analyse de l'environnement économique par le Comité. Celui-ci n'a pas modifié ses indications prospectives par rapport à décembre ; il avait alors déclaré « qu'il serait probablement approprié de maintenir la fourchette objectif des fonds fédéraux à son niveau actuel bien après que le taux de chômage soit revenu en deçà du seuil de 6,5 %, notamment si les projections d'inflation continuent d'être inférieures à l'objectif à long terme de 2 % du Comité ».

JAPON

Au Japon, les données relatives à la robustesse du sentiment économique vont dans le sens d'un redressement de la croissance au quatrième trimestre 2013 et au premier trimestre 2014. L'indice des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier a progressé à 56,6 en janvier, après 55,2 en décembre et l'enquête Tankan de la Banque du Japon a également fait état d'une amélioration de la confiance des chefs d'entreprise au cours du quatrième trimestre pour les grandes, les moyennes et les petites entreprises. Parallèlement, la production industrielle a augmenté de 1,9 % au quatrième trimestre par rapport au troisième trimestre selon les premières estimations. Les mesures incluses dans la rallonge budgétaire annoncée en décembre et les programmes de dépenses récemment publiés pour l'exercice fiscal 2014 devraient compenser la contraction de la demande attendue après le relèvement de la taxe sur les produits de consommation prévu pour avril.

La hausse des prix à la consommation a continué de s'accroître, atteignant 1,6 % en rythme annuel en décembre, contre 1,5 % en novembre et – 0,7 % en janvier 2013. Affichant un profil comparable, l'inflation hors produits alimentaires, boissons et énergie est ressortie à 0,7 % en décembre, après 0,6 % en novembre. Lors de sa réunion de politique monétaire de janvier, la Banque du Japon a décidé de laisser inchangée sa cible de base monétaire.

ROYAUME-UNI

Le Royaume-Uni a enregistré une croissance robuste au cours des derniers trimestres. Au quatrième trimestre 2013, le PIB en volume a augmenté de 0,7 %, en rythme trimestriel, principalement sous l'effet du secteur des services. En dépit de légères baisses de certains des principaux indicateurs tirés des enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des ménages au cours

des derniers mois, le niveau relativement élevé de la plupart des indicateurs laisse penser que la croissance est restée solide au début du premier trimestre 2014. À moyen terme, toutefois, le rythme de la croissance devrait légèrement se ralentir. La relative faiblesse de la dynamique du revenu réel des ménages ainsi que la nécessité persistante d'un ajustement des bilans des secteurs public et privé continueront de peser sur la demande intérieure pendant quelque temps, tandis que les perspectives de croissance des exportations demeurent faibles. Cependant, la situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer nettement, avec notamment une accélération de la croissance de l'emploi à temps complet dans le secteur privé ces derniers mois. Le taux de chômage a reculé de 0,3 point de pourcentage à 7,1 % au cours des trois mois s'achevant en novembre 2013 et, par la suite, a continué de se rapprocher du seuil de 7 % auquel le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre s'est référé dans ses indications sur la trajectoire future des taux directeurs.

La hausse annuelle de l'IPC s'est de nouveau légèrement ralentie en décembre 2013. Elle a fléchi de 0,1 point de pourcentage par rapport à novembre, ressortant à 2 %, principalement en raison d'une hausse moindre des prix des services et des produits alimentaires. Au cours des prochains mois, les tensions inflationnistes devraient demeurer modérées, l'inflation restant contenue par le faible degré d'utilisation des facteurs travail et capital. Lors de sa réunion du 9 janvier 2014, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir son taux directeur à 0,5 % et le montant de son programme d'achats d'actifs à 375 milliards de livres.

CHINE

En Chine, la croissance économique s'est légèrement ralentie au quatrième trimestre 2013, les effets d'un plan de relance restreint mis en œuvre durant l'été commençant à s'estomper, mais elle est demeurée globalement soutenue. Le PIB a progressé de 7,7 % en rythme annuel (1,8 % en rythme trimestriel), conformément aux anticipations des marchés, en baisse par rapport au taux de 7,8 % (2,2 % en rythme trimestriel) enregistré au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2013, la croissance du PIB est ressortie à 7,7 %, légèrement au-dessus de l'objectif de 7,5 % fixé par les autorités. Le ralentissement de la dynamique au quatrième trimestre a également été observé pour la production industrielle et la FBCF, qui ont affiché une croissance plus faible. La décélération de la croissance économique semble se poursuivre en 2014, les valeurs de l'indice des directeurs d'achat établi par le Bureau national des statistiques pour les secteurs manufacturier et non manufacturier en janvier s'inscrivant en baisse tout en demeurant supérieures à 50. Toutefois, les données de janvier et février doivent être interprétées avec précaution en raison de la fluctuation de la date du Nouvel An chinois, qui en 2014 est tombé le 31 janvier. Les agrégats de monnaie et du crédit ont également connu un rythme d'expansion plus lent en décembre, en phase avec l'intention de la Banque populaire de Chine de réduire progressivement l'effet de levier dans l'économie, mais ils ont continué de progresser plus rapidement que la croissance du PIB nominal.

La hausse annuelle de l'IPC s'est ralentie à 2,5 % en décembre, en raison d'une diminution de la contribution des prix des produits alimentaires. L'inflation hors produits alimentaires et énergie s'est stabilisée à 1,8 %, tandis que la variation de l'indice des prix à la production est restée négative sur une base annuelle. Pour contrecarrer la volatilité des taux sur le marché monétaire, la Banque populaire de Chine a décidé le 20 janvier 2014 d'élargir temporairement l'accès des banques à sa facilité de prêt permanente sur la période correspondant au Nouvel An chinois, où la demande de liquidités est traditionnellement importante. Cette mesure a effectivement permis de stabiliser les taux du marché monétaire à un niveau élevé durant cette période et, avec le taux d'intérêt sur la facilité de placement des réserves excédentaires de la banque centrale, qui joue le rôle de plancher pour les taux du marché monétaire, a créé un corridor au sein duquel les taux du marché monétaire peuvent évoluer.

I.4 TAUX DE CHANGE

En janvier et début février 2014, l'euro s'est déprécié vis-à-vis des devises de la plupart des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Le 5 février, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro, était inférieur de 0,9 % à son niveau de début janvier mais supérieur de 0,8 % au niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 4 et tableau 3). Au cours de cette période, les fluctuations des taux de change ont été largement liées aux évolutions des anticipations relatives à la politique monétaire future, ainsi qu'aux modifications des anticipations des marchés relatives aux perspectives économiques pour la zone euro comparées à celles d'autres grandes économies.

En termes bilatéraux, entre le 1^{er} janvier et le 5 février 2014, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 1,8 %), du yen (de 5,5 %) et de la livre sterling (de 0,2 %). La volatilité croissante des devises des marchés émergents au cours de cette période a affecté significativement le peso argentin, qui s'est déprécié de quelque 20 % vis-à-vis de l'euro, et, dans une moindre mesure, la livre turque, le rouble russe et le rand sud-africain. Les devises des économies émergentes d'Asie ont globalement bien résisté. S'agissant des devises des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, l'euro s'est déprécié face à la couronne suédoise (de 0,3 %) et au leu roumain (de 0,4 %), mais s'est renforcé vis-à-vis des autres devises. En particulier, il s'est apprécié contre le forint hongrois (de 3,6 %), le zloty polonais (de 1,0 %) et, dans une moindre mesure, la couronne tchèque (de 0,4 %) et la kuna croate (de 0,2 %). Les devises qui participent au MCE II sont restées globalement stables contre l'euro, s'échangeant à leur cours pivot ou à des niveaux proches.

Graphique 4 Taux de change effectif nominal de l'euro

(données quotidiennes ; indice T1 1999 = 100)



Source : BCE

Note : Le taux de change effectif nominal de l'euro est calculé vis-à-vis des monnaies des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Tableau 3 Évolutions du taux de change de l'euro

(données quotidiennes ; unités de monnaie nationale pour un euro ; variations en pourcentage)

	Pondération dans le taux de change effectif de l'euro (TCE-20)	Variations du taux de change de l'euro au 5 février 2014 par rapport au	
		1 ^{er} janvier 2014	5 février 2013
TCE-20		- 0,9	0,8
Yuan renminbi chinois	18,7	- 1,7	- 2,7
Dollar des États-Unis	16,8	- 1,8	0,0
Livre sterling	14,8	- 0,2	- 3,2
Yen japonais	7,2	- 5,5	8,3
Franc suisse	6,4	- 0,4	- 0,6
Zloty polonais	6,2	1,0	0,3
Couronne tchèque	5,0	0,4	7,4
Couronne suédoise	4,7	- 0,3	3,1
Won sud-coréen	3,9	0,6	- 0,8
Forint hongrois	3,2	3,6	5,2
Couronne danoise	2,6	0,0	0,0
Leu roumain	2,0	- 0,4	1,8
Kuna croate	0,6	0,2	0,7

Source : BCE

Note : Le taux de change effectif nominal est calculé vis-à-vis des monnaies des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Sur la période ayant débuté avec la crise financière mondiale, les pays d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE ont subi d'importants ajustements de leur compte de transactions courantes, dus pour l'essentiel à un recul de la demande intérieure et à une dépréciation de leurs taux de change effectifs réels (cf. encadré 2).

Encadré 2

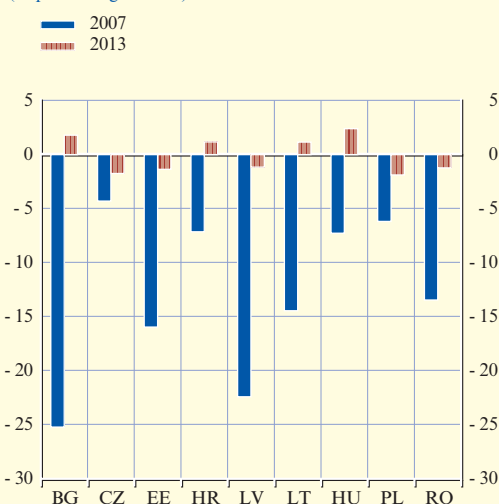
L'AJUSTEMENT DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE D'EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

Depuis le début de la crise financière mondiale, les États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale ont connu une correction importante des déficits élevés de leurs comptes de transactions courantes enregistrés avant la crise¹. L'encadré examine les facteurs à l'origine de l'ajustement externe et les défis restant à relever.

Au cours des années ayant précédé la crise financière, les États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale se sont engagés dans un processus de rattrapage rapide avec le reste de l'Union européenne. Dans plusieurs pays, en particulier ceux où la flexibilité du change était inexistante ou limitée, ce processus s'est accompagné d'une forte croissance du crédit intérieur et d'autres signes de surchauffe de l'économie. Des déséquilibres externes et des vulnérabilités se sont aussi accumulés, comme en attestent les déficits des comptes de transactions courantes pour 2007 (cf. graphique A). Des déficits particulièrement élevés, supérieurs à 10 % du PIB, ont été enregistrés en Bulgarie, en Estonie, en Lettonie, en Lituanie et en Roumanie. Tandis que les déficits des comptes de transactions courantes de ces pays et des autres États membres de l'UE de la région doivent être évalués en tenant compte du processus de convergence, un certain nombre

Graphique A Soldes des transactions courantes

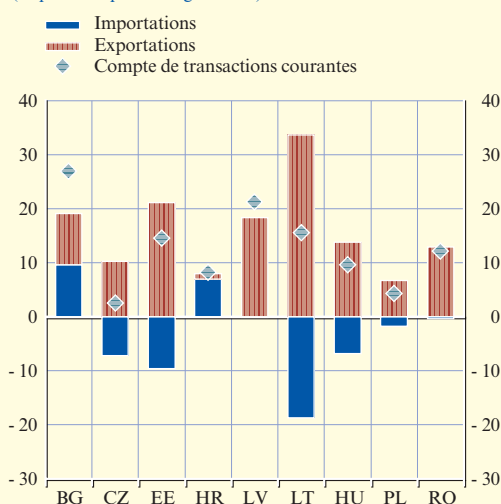
(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et instituts nationaux de statistiques
 Note : Les données relatives à 2013 se rapportent à la moyenne sur quatre trimestres pour la période allant jusqu'au troisième trimestre 2013.

Graphique B Contributions à la variation des soldes des transactions courantes entre 2007 et 2013

(en points de pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et instituts nationaux de statistiques
 Note : Les données relatives à 2013 se rapportent à la moyenne sur quatre trimestres pour la période allant jusqu'au troisième trimestre 2013.

¹ Le présent encadré examine les États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale n'appartenant pas à la zone euro, ainsi que l'Estonie et la Lettonie qui ont adopté l'euro en 2011 et en 2014, respectivement.

d'entre eux ont enregistré des déficits supérieurs aux niveaux justifiés par les fondamentaux économiques et ont accumulé d'importants engagements nets vis-à-vis de l'extérieur ².

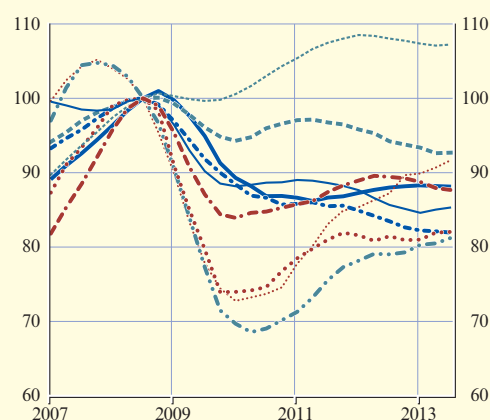
Suite à l'intensification de la crise financière au cours de la période 2008-2009, plusieurs États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale connaissant des déséquilibres extérieurs ont observé un retrait temporaire de capitaux étrangers sur fond de renforcement de l'aversion au risque au niveau mondial et de désendettement des investisseurs internationaux. Dans ce contexte, la Lettonie, la Hongrie et la Roumanie ont reçu un soutien financier à la balance des paiements de la part de l'Union européenne et des institutions financières internationales. Dans le sillage de la crise, les déficits de transactions courantes de tous les États membres de l'UE de la région se sont sensiblement réduits ou transformés en excédents, principalement en raison d'améliorations des soldes des échanges commerciaux. Dans la plupart des pays, une forte hausse des exportations rapportées au PIB a été le principal facteur à l'origine de l'ajustement sur l'ensemble de la période 2007-2013, à l'exception de la Bulgarie et de la Croatie où un recul des importations en pourcentage du PIB a également apporté une contribution significative à l'ajustement extérieur (cf. graphique B). Il s'agit d'une évolution remarquable dans la mesure où l'ajustement initial du compte de transactions courantes au cours de la période 2007-2009 avait été caractérisé par une forte baisse des importations et une chute simultanée des exportations dans tous les pays considérés. Toutefois, au cours de la période 2010-2013, les exportations ont à nouveau augmenté, dépassant les niveaux antérieurs à la crise en dépit de la relative faiblesse de la demande étrangère ³. En parallèle, les importations se sont redressées dans la plupart des pays, mais de façon plus progressive.

Les facteurs à l'origine de l'ajustement des exportations et des importations varient considérablement d'un pays à l'autre. La plupart des États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale,

Graphique C Demande intérieure à prix constants

(moyenne mobile sur quatre trimestres ; indice : T3 2008 = 100)

— BG — HU - - HR
 LT EE - - - - RO
 - - - - CZ - - - - PL - - - - LV

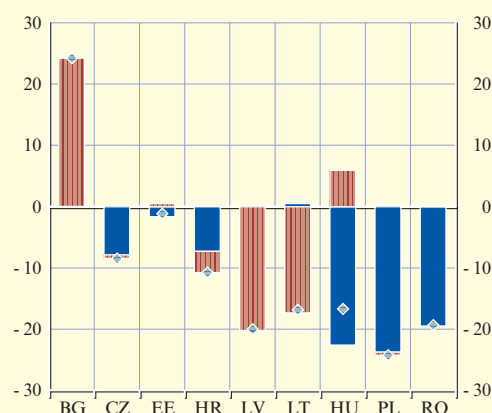


Sources : Eurostat et Haver Analytics

Graphique D Taux de change effectifs réels (déflatés des CUM, vis-à-vis d'un groupe de 21 partenaires commerciaux)

(variation en pourcentage entre T3 2008 et T3 2013)

■ Contribution du taux de change nominal
 ■ Contribution du déflateur
 ◆ Taux de change effectif réel



Source : BCE

Notes : Les valeurs négatives correspondent à une dépréciation du taux de change effectif réel. Un indicateur de compétitivité harmonisé équivalent est utilisé pour la couronne estonienne.

² Cf. l'encadré intitulé *L'ajustement externe dans les pays d'Europe centrale et orientale* du *Bulletin mensuel* de janvier 2010

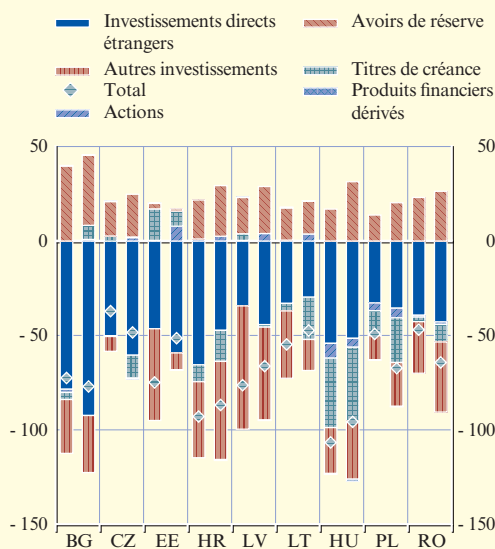
³ Certains pays, en particulier la Croatie et la Hongrie, ont néanmoins perdu des parts de marché à l'exportation, peut-être en raison d'évolutions de la compétitivité hors prix.

à l'exception de la Bulgarie et de la Pologne, ont enregistré simultanément un recul de la demande intérieure et une dépréciation réelle de leurs devises depuis 2008, moment où les taux de change effectifs réels avaient atteint leurs points hauts d'avant la crise. Dans les États baltes, le recul de la demande intérieure a été particulièrement prononcé (cf. graphique C). Le lats letton et le litas lituanien, qui étaient ancrés à l'euro pendant la période considérée, sont demeurés stables en termes effectifs nominaux. En termes réels, toutefois, les devises se sont progressivement dépréciées en raison d'un ajustement des coûts unitaires de main-d'œuvre (cf. graphique D). En Estonie, le taux de change effectif réel s'est aussi d'abord déprécié, mais s'est à nouveau raffermit après 2012 sous l'effet de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre. La République tchèque, la Croatie, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie ont également enregistré une dépréciation de leurs taux de change effectifs réels, en raison de la dépréciation nominale de leurs monnaies flottantes. Dans le même temps, le fléchissement de la demande intérieure a freiné la demande d'importations dans ces pays, à l'exception de la Pologne, où la demande intérieure a fortement progressé. En Bulgarie, l'ajustement du compte de transactions courantes reflète un recul de la demande intérieure, tandis que le taux de change effectif réel du lev bulgare, doté d'un dispositif de caisse d'émission ancré à l'euro, s'est apprécié sous l'effet de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre par rapport aux partenaires commerciaux du pays ⁴.

Bien que les soldes des transactions courantes se soient nettement améliorés, la poursuite de l'ajustement est nécessaire dans certains États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale afin de réduire les stocks élevés d'engagements extérieurs nets (cf. graphique E). En 2013, les positions extérieures nettes de tous ces pays se sont établies à des niveaux nettement inférieurs au seuil de -35 % du PIB, ce qui est considéré comme un signe de déséquilibres extérieurs potentiels dans le

Graphique E Positions extérieures nettes

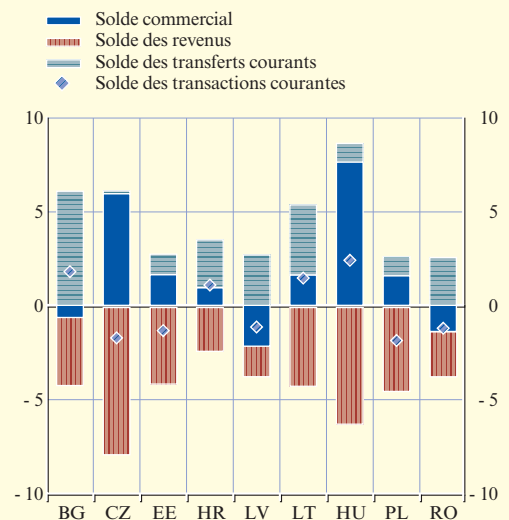
(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et instituts nationaux de statistiques
Notes : Pour chaque pays, les barres de gauche et de droite correspondent à 2007 et 2013, respectivement. Les données relatives à 2013 se rapportent à la moyenne sur quatre trimestres pour la période allant jusqu'au troisième trimestre 2013.

Graphique F Principales composantes des soldes des transactions courantes en 2013

(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et instituts nationaux de statistiques
Note : Les données relatives à 2013 se rapportent à la moyenne sur quatre trimestres pour la période allant jusqu'au troisième trimestre 2013.

⁴ L'appréciation du taux de change effectif réel de la devise bulgare a été moins prononcée si l'on utilise d'autres déflateurs, comme l'indice des prix à la consommation ou le déflateur du PIB.

contexte de la Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Une part importante des engagements extérieurs des États membres de l'UE de la région est libellée en devises, ce qui peut créer des vulnérabilités liées aux variations de taux de change. Les engagements extérieurs nets entravent également la correction en cours des comptes de transactions courantes, les paiements correspondants, notamment les paiements d'intérêts et de dividendes, donnant lieu à d'importants déficits du compte de revenus (cf. graphique F). Ces déficits ont pesé sur le solde des transactions courantes en 2013, tandis que la plupart des pays considérés ont enregistré des excédents du solde des échanges extérieurs et des transferts courants, qui recouvrent les fonds structurels de l'UE et les transferts de fonds des travailleurs migrants.

En résumé, les soldes des transactions courantes des États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale se sont nettement améliorés depuis le début de la crise financière mondiale. Pour la plupart des pays, cette amélioration reflète un recul de la demande intérieure et une dépréciation du taux de change effectif réel. Toutefois, dans certains d'entre eux, la poursuite de l'ajustement est nécessaire pour ramener les engagements extérieurs nets à des niveaux plus soutenables.

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

Le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie au sens large et du crédit est resté atone. La croissance annuelle de M3 s'est ralentie en décembre 2013, revenant à 1,0 %, sous l'effet de sorties au titre des dépôts des particuliers. S'agissant des composantes, la progression annuelle de M1 est restée le principal contributeur à la croissance annuelle de M3. Du côté des contreparties, la croissance annuelle de l'agrégat large a continué d'être soutenue par de fortes hausses mensuelles de la position extérieure nette des IFM, reflétant notamment l'intérêt des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro et une diminution des engagements financiers à long terme. Les sorties enregistrées sur les dépôts de M3 en décembre reflètent les importantes cessions d'obligations d'État et de titres de créance du secteur privé auxquelles ont procédé les IFM. Le taux de variation annuel des concours des IFM au secteur privé (corrigés des cessions de prêts et de la titrisation) est devenu légèrement plus négatif, principalement en raison d'une diminution des portefeuilles de titres de créance émis par le secteur privé, détenus par les IFM. Si le taux de croissance (corrigé des cessions de prêts et de la titrisation) des prêts accordés aux ménages est demeuré stable à 0,3 %, le taux de variation des prêts aux sociétés non financières semble s'être stabilisé, à des niveaux négatifs cependant. Les créances des IFM sur les administrations publiques ont fléchi, reflétant l'assouplissement des conditions sur les marchés de la dette souveraine dans un contexte de regain de confiance dans la zone euro.

AGRÉGAT LARGE M3

Le taux de croissance annuel de M3 s'est réduit à 1,0 % en décembre 2013, après 1,5 % en novembre (cf. graphique 5). L'évolution de l'agrégat monétaire large M3 résulte de sorties mensuelles élevées en décembre, principalement au titre de la composante des dépôts. C'est ce que reflètent les importantes cessions, par les IFM, de titres émis par les non-IFM. En effet, la diminution accélérée des portefeuilles de titres de la dette souveraine et de titres de créance émis par le secteur privé de la zone euro détenus par les IFM témoigne des efforts de désendettement consentis par ces institutions, en partie liés à l'évaluation complète de la BCE et aux bénéfices dégagés par les banques dans un contexte d'amélioration de la situation sur les marchés financiers, ainsi que de l'intérêt des investisseurs internationaux et des non-IFM pour cette catégorie d'actifs.

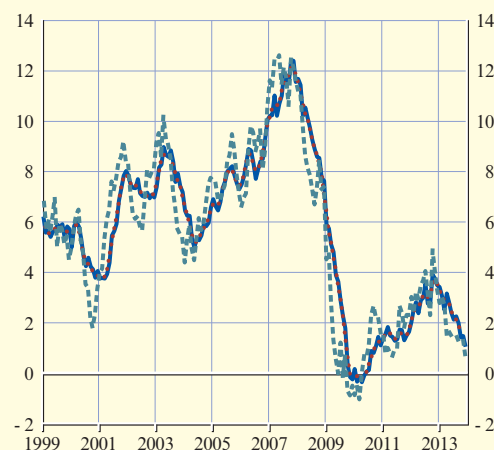
En rythme annuel, l'évolution de M3 a continué de refléter des arbitrages de portefeuille en faveur de M1, tandis que les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont donné lieu à des sorties, motivées par une quête de rendement et une moindre aversion au risque.

S'agissant des composantes, en dépit d'un recul de son taux de croissance annuel, M1 est demeuré le principal contributeur à la croissance annuelle de M3. La contribution des autres dépôts à court terme (M2 – M1) a encore diminué et celle des instruments négociables (M3 – M2) est restée fortement négative. Les sorties nettes au titre des instruments de M3 mieux rémunérés que ceux de M1 continuent de traduire la quête de rendement

Graphique 5 Croissance de M3

(variations en pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)

— M3 (taux de croissance annuel)
..... M3 (moyenne mobile centrée sur 3 mois du taux de croissance annuel)
- - - M3 (taux de croissance annualisé sur 6 mois)



Source : BCE

que poursuit le secteur détenteur de monnaie, comme en témoignent les arbitrages de fonds au détriment des instruments mieux rémunérés au sein de M3 et en faveur d'actifs moins liquides et plus risqués non inclus dans M3.

S'agissant des contreparties, la création de monnaie a continué d'être favorisée par une nouvelle augmentation sensible de la position extérieure nette des IFM en décembre, sous l'effet, notamment, de l'intérêt des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro. En outre, les flux fortement négatifs enregistrés par les engagements financiers à long terme, en particulier les sorties auxquelles ont donné lieu les dépôts à long terme, ont également contribué à la croissance de M3. En revanche, les importants flux négatifs enregistrés par les concours au secteur privé et, dans une moindre mesure, les créances sur les administrations publiques, sous l'effet des cessions nettes d'obligations d'État par les IFM de certains pays, ont freiné la croissance monétaire en décembre.

Le volume des principaux actifs des IFM de la zone euro s'est encore contracté, de 226 milliards d'euros au cours des trois mois s'achevant en décembre, accélérant ainsi le rythme du processus de désendettement observé depuis le printemps 2012. La baisse mensuelle reflète des diminutions sur l'ensemble des principales catégories d'actifs, les cessions de titres émis par les non-IFM étant le principal contributeur à cette évolution. En outre, les IFM de la zone euro ont réduit de manière significative leurs positions sur produits dérivés dans la perspective de l'évaluation complète menée par la BCE. Le recours des IFM de la zone euro à la liquidité fournie par l'Eurosystème s'est accru en raison du profil saisonnier des opérations principales de refinancement, tandis que l'encours des opérations de refinancement à plus long terme a enregistré une diminution plus prononcée que les mois précédents (de 38 milliards d'euros).

Les statistiques monétaires relatives à la Lettonie seront intégrées aux agrégats de la zone euro pour la première fois en janvier 2014 (cf. encadré 3).

Encadré 3

INCIDENCE DU SECTEUR DES IFM DE LA LETTONIE SUR LES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO

Le 1^{er} janvier 2014, la Lettonie a adopté l'euro, portant de dix-sept à dix-huit le nombre des pays membres de la zone euro. Les statistiques monétaires relatives à la Lettonie seront incluses pour la première fois dans les agrégats de la zone euro se rapportant à janvier 2014, qui paraîtront le 27 février 2014 et seront publiés dans le *Bulletin mensuel* de mars 2014¹. Cet encadré présente les principales caractéristiques des bilans des IFM résidant en Lettonie², qui constituent le fondement de la contribution lettone aux statistiques monétaires de la zone euro.

Principales caractéristiques du secteur des IFM en Lettonie

À fin décembre 2013, la Lettonie comptait 73 IFM résidentes, tandis que la zone euro (c'est-à-dire hors Lettonie), en recensait 6 717 au total³. Les 73 IFM de Lettonie comprennent la banque

1 Pour les statistiques monétaires, les séries se rapportant à la zone euro recouvrent tous les États membres de l'UE ayant adopté l'euro avant la période sur laquelle portent ces statistiques. Cette approche, également adoptée pour les statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM et à l'IPCH, diffère de celle appliquée à d'autres séries de données, comme celles concernant le PIB, qui portent sur la zone euro dans sa composition actuelle sur la durée totale des séries chronologiques.

2 Pour plus de détails sur la méthodologie adoptée pour les statistiques de bilan des IFM afin de prendre en compte l'élargissement de la zone euro, cf. *Manual on MFI balance sheet statistics*, BCE, avril 2012. Cf. également les *Notes générales* à la fin du *Bulletin mensuel*.

3 Pour une vue d'ensemble des évolutions dans le secteur des IFM de l'UE, cf., par exemple, <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfifilgenerallhtml/index.en.html>

centrale, 63 établissements de crédit, 2 OPCVM monétaires et 7 autres IFM. Leur bilan agrégé s'élevait à 35 milliards d'euros au total à fin décembre 2013, soit 0,1 % environ du bilan agrégé des IFM de la zone euro élargie. Cette contribution est comparable à celle de l'Estonie, qui a rejoint la zone euro en 2011. Compte tenu de sa taille, la contribution de la Lettonie n'affectera pas significativement la dynamique globale des statistiques de M3 dans la zone euro.

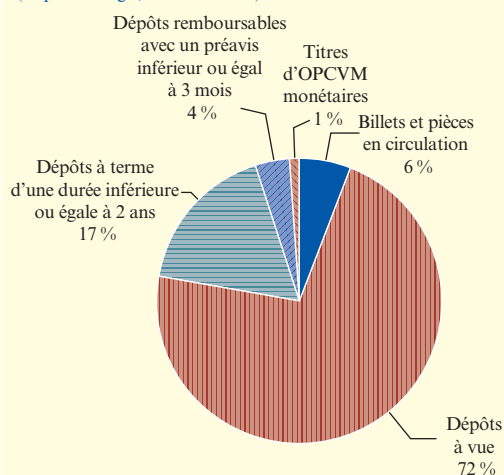
Incidence des données de la Lettonie sur l'agrégat M3 de la zone euro

Selon les calculs de la BCE, si la Lettonie avait déjà fait partie de la zone euro en décembre 2013, elle aurait contribué pour près de 11 milliards d'euros à l'agrégat M3 de la zone euro. Ce même mois, les dépôts représentaient 93 % de l'agrégat large letton. Les dépôts à vue en constituaient la part la plus importante, à 72 % (cf. graphique A), tandis que les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et ceux remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois ressortaient à 17 % et 4 %, respectivement. En comparaison, le total des dépôts à court terme hors pensions représentait 83 % de l'agrégat M3 de la zone euro (hors Lettonie) en décembre 2013, avec une contribution nettement plus faible des dépôts à vue (cf. graphique B). En revanche, la contribution apportée à M3 par les instruments négociables a été plus faible en Lettonie que dans la zone euro en décembre 2013. Ce même mois, les avoirs en titres de créance à court terme des IFM et les pensions qui, dans la zone euro, représentaient, respectivement, 1 % et 4 % des avoirs inclus dans M3, ont été négligeables en Lettonie. Les titres d'OPCVM monétaires constituaient 4 % de l'agrégat M3 de la zone euro mais seulement 1 % de celui de la Lettonie.

S'agissant des contreparties de M3, les engagements à long terme des IFM lettones totalisaient 3 milliards d'euros environ en décembre 2013, tandis que du côté de l'actif, les prêts des IFM au secteur privé s'élevaient à quelque 14 milliards. Sur ce montant, 7,5 milliards d'euros concernaient des prêts consentis aux sociétés non financières, 6,1 milliards des prêts accordés aux ménages et un peu plus de 0,5 milliard des prêts consentis aux intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

Graphique A Composantes de M3 en Lettonie

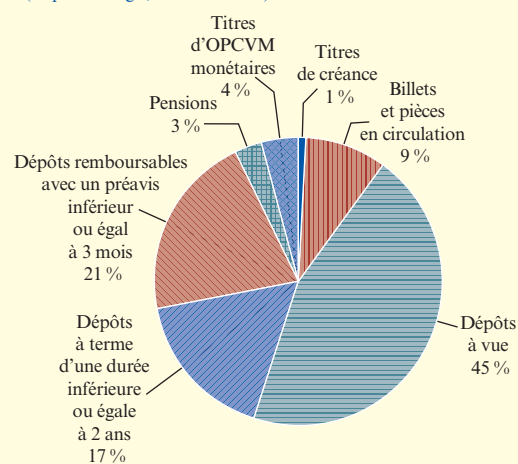
(en pourcentage ; décembre 2013)



Source : BCE

Graphique B Composantes de M3 dans la zone euro

(en pourcentage ; décembre 2013)



Source : BCE

Les statistiques de bilan des IFM de la zone euro recouvrent les données relatives aux États membres de l'UE qui appartenaient à la zone euro au cours du mois de référence. À compter de janvier 2014, les encours et les taux de croissance couvriront les dix-huit pays faisant actuellement partie de la zone euro ⁴.

⁴ Afin d'éviter des ruptures dans les séries statistiques, l'intégration de nouveaux pays est traitée comme un reclassement, c'est-à-dire qu'elle est prise en compte dans les données relatives aux transactions et donc également dans les taux de croissance.

PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

S'agissant des composantes de M3, le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit en baisse en décembre 2013, s'établissant à 5,8 %, après 6,5 % en novembre. Contrairement aux mois précédents, cependant, au cours desquels M1 avait enregistré d'importantes entrées mensuelles, les données pour décembre font état d'une sortie mensuelle, sous l'effet principalement de l'évolution des dépôts à vue, dont le taux de croissance annuel est revenu à 5,9 %, après 6,5 % en novembre, reflétant les cessions nettes de titres émis par les non-IFM auxquelles les banques ont procédé en décembre. D'une manière générale, le taux de croissance annuel prononcé de M1 confirme à la fois la forte préférence pour la liquidité du secteur détenteur de monnaie au cours des derniers trimestres et le regain de confiance des investisseurs internationaux dans les actifs de la zone euro.

En revanche, un intérêt accru du secteur détenteur de monnaie pour des rendements plus élevés attendus d'investissements dans des actifs plus risqués a pesé sur les évolutions d'autres instruments de M3, phénomène qui a été renforcé par les importantes cessions de titres émis par les non-IFM auxquelles les IFM de la zone euro ont procédé en décembre. En conséquence, le taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2 – M1) a diminué pour s'établir à – 1,8 % en décembre, après – 1,5 % en novembre. Cette évolution reflète la légère accentuation du taux de croissance annuel des dépôts à court terme (c'est-à-dire d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans), qui s'est inscrit à – 6,2 % en décembre, après – 6,8 % en novembre. En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) est resté positif, revenant à 2,0 % en décembre, après 3,1 % le mois précédent.

Le taux de croissance annuel des instruments négociables (M3 – M2) est resté très négatif, s'inscrivant à – 16,4 % en décembre, après – 16,3 % en novembre. Cette évolution reflète les taux de croissance annuels très négatifs des portefeuilles de titres d'OPCVM monétaires, de pensions et de titres de créance à court terme des IFM détenus par le secteur détenteur de monnaie. Contrairement à novembre, cependant, l'évolution des instruments négociables s'explique presque entièrement par l'évolution des titres de créance des IFM d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

Le taux de croissance annuel des dépôts de M3 (qui recouvrent les pensions et représentent l'agrégat monétaire le plus large pour lequel une ventilation sectorielle est rapidement disponible) a fléchi en décembre, revenant à 2,1 %, après 2,7 % en novembre. Ce recul reflète la modération des taux de croissance annuels des dépôts détenus par les ménages, par les sociétés non financières, par les intermédiaires financiers non monétaires et par les sociétés d'assurance et les fonds de pension. La progression annuelle des dépôts des sociétés non financières est revenue à 6,0 % en décembre après avoir augmenté de façon plus ou moins continue au cours des derniers mois (6,5 % en novembre). Dans certains pays au moins, les sociétés non financières ont profité du niveau élevé de leurs dépôts pour rembourser leur dette en fin d'année.

Tableau 4 Tableau synthétique des variables monétaires

(les données trimestrielles représentent des moyennes ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)

	Encours en pourcentage de M3 ¹⁾	Taux de croissance annuels					
		2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2013 Nov.	2013 Déc.
M1	54,9	6,7	8,1	6,9	6,4	6,5	5,8
Billets et pièces en circulation	9,3	1,7	2,7	2,6	4,1	4,5	5,3
Dépôts à vue	45,6	7,8	9,2	7,9	6,9	6,9	5,9
M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)	38,8	1,2	0,2	0,2	-1,2	-1,5	-1,8
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	17,2	-3,8	-5,8	-5,0	-6,3	-6,8	-6,2
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	21,6	6,0	5,8	5,0	3,3	3,1	2,0
M2	93,7	4,3	4,6	4,0	3,1	3,0	2,5
M3 – M2 (= instruments négociables)	6,3	-8,5	-14,9	-17,2	-17,1	-16,3	-16,4
M3	100,0	3,2	2,8	2,2	1,5	1,5	1,0
Créances sur les résidents de la zone euro		0,0	-0,2	-0,5	-1,2	-1,4	-2,0
Créances sur les administrations publiques		4,3	3,3	2,0	0,1	-0,6	-0,7
Prêts aux administrations publiques		-0,8	-2,6	-6,0	-6,7	-7,3	-6,3
Créances sur le secteur privé		-1,0	-1,0	-1,2	-1,6	-1,6	-2,4
Prêts au secteur privé		-0,8	-1,1	-1,9	-2,2	-2,3	-2,3
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾		-0,4	-0,6	-1,4	-1,8	-1,8	-2,1
Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)		-5,1	-4,6	-4,2	-3,6	-3,4	-3,3

Source : BCE

1) À la fin du dernier mois disponible. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

2) Données corrigées de la décomptabilisation des prêts dans le bilan statistique des IFM en raison de leur cession ou de leur titrisation

PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

Le taux de croissance annuel des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a encore diminué en décembre, ressortant à -2,0 %, après -1,4 % en novembre et -1,0 % en octobre. Cette évolution reflète un nouveau recul, à -0,7 %, contre -0,6 % en novembre, de la croissance annuelle des créances sur les administrations publiques. Les concours au secteur privé se sont nettement contractés, s'inscrivant à -2,4 %, contre -1,6 % en novembre.

Le taux de variation négatif des créances sur les administrations publiques en décembre reflète principalement des cessions nettes de titres publics, dénotant ainsi une poursuite de l'assouplissement des conditions sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro. L'allègement des portefeuilles des IFM en titres publics (notamment en Espagne) et en titres de créance émis par le secteur privé de la zone euro témoigne des efforts de désendettement consentis par les IFM en liaison avec l'évaluation complète de la BCE, les bénéfices dégagés dans un environnement de marché favorable et l'intérêt des investisseurs internationaux et des non-IFM pour cette catégorie d'actifs.

Les concours au secteur privé ont de nouveau enregistré un important flux négatif en décembre, sous l'effet de remboursements nets massifs de prêts et de cessions nettes, par les IFM, de titres autres que des actions. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est devenu encore plus négatif en décembre, s'établissant à -2,1 %, après -1,8 % en novembre. Toutefois, en décembre, les remboursements nets ont essentiellement concerné les intermédiaires financiers autres que les compagnies d'assurance et les fonds de pension, c'est-à-dire le secteur des AIF, et ont été légèrement plus faibles qu'en novembre, apportant une moindre contribution à la baisse globale que les titres autres que des actions. En même temps, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier 2014 atteste de la poursuite de la stabilisation des conditions d'octroi du crédit pour les entreprises et les ménages. Au quatrième trimestre 2013, le pourcentage net de banques ayant fait état d'un durcissement net des critères d'octroi par les banques de la zone euro pour les prêts aux sociétés non financières a continué de se réduire progressivement (cf. également l'encadré 4). Une analyse plus large de l'épargne, de l'investissement et du financement, ventilés par secteurs institutionnels, est présentée dans l'encadré 5, intitulé *Les comptes intégrés de la zone euro au troisième trimestre 2013*.

Tableau 5 Prêts des IFM au secteur privé

(les données trimestrielles représentent des moyennes ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)

	Encours en pourcentage du total ¹⁾	Taux de croissance annuels					
		2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2013 Nov.	2013 Déc.
Sociétés non financières	41,3	-2,5	-3,1	-3,7	-3,6	-3,8	-3,0
<i>Corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾</i>	–	-1,4	-2,0	-2,8	-2,9	-3,1	-2,9
≤ à 1 an	24,5	0,6	-1,0	-3,7	-4,2	-4,7	-4,2
> à 1 an et ≤ à 5 ans	17,0	-5,9	-6,4	-5,7	-5,3	-5,0	-5,7
> à 5 ans	58,5	-2,7	-2,9	-3,1	-2,8	-3,1	-1,7
Ménages ³⁾	49,5	0,5	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1
<i>Corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾</i>	–	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Crédits à la consommation ⁴⁾	11,0	-3,2	-3,4	-2,7	-3,0	-3,3	-3,0
Prêts au logement ⁴⁾	73,8	1,4	1,1	0,8	0,9	0,9	0,7
Autres prêts	15,2	-1,0	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7	-1,6
Sociétés d'assurance et fonds de pension	0,9	6,1	12,4	12,8	10,9	14,0	10,7
Autres intermédiaires financiers non monétaires	8,2	-0,2	-0,2	-5,7	-9,0	-9,2	-12,2

Source : BCE

Notes : Secteur des IFM y compris l'Eurosystème ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95. Pour plus de détails, cf. les notes techniques correspondantes

1) À la fin du dernier mois disponible. Prêts du secteur en pourcentage du total des prêts des IFM au secteur privé ; ventilation par échéances et ventilation par objet en pourcentage des prêts des IFM au secteur correspondant. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

2) Données corrigées de la décomptabilisation des prêts dans le bilan statistique des IFM en raison de leur cession ou de leur titrisation

3) Conformément à la définition du SEC 95

4) Les définitions des crédits à la consommation et des prêts au logement ne sont pas entièrement homogènes dans l'ensemble de la zone euro.

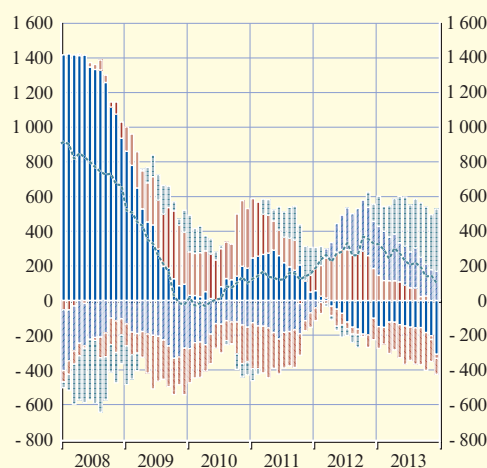
Le rythme de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à -2,9 % en décembre, contre -3,1 % en novembre (cf. tableau 5). L'évolution des prêts a continué d'être déterminée par des remboursements nets, nettement inférieurs toutefois à ceux constatés au cours des deux mois précédents. Les données de décembre relatives aux prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières font apparaître des flux positifs pour les échéances courtes et longues. Pour les échéances intermédiaires, les flux sont devenus fortement négatifs. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est demeuré stable en décembre, à 0,3 %, niveau pratiquement inchangé depuis début 2013.

Le taux de croissance annuel des engagements financiers à plus long terme (hors capital et réserves) s'est inscrit à -3,3 % en décembre, niveau pratiquement inchangé par rapport aux deux mois précédents. Le flux mensuel est devenu légèrement plus négatif, reflétant des sorties sur les dépôts à long terme, bien que les ménages aient continué d'effectuer des placements sous forme de dépôts à long terme dans certains pays depuis le début de l'année.

Graphique 6 Contreparties de M3

(flux annuels ; montants en milliards d'euros ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)

- Créances sur le secteur privé (1)
- Créances sur les administrations publiques (2)
- Créances nettes sur les non-résidents (3)
- Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) (4)
- Autres contreparties (y compris capital et réserves) (5)
- M3



Source : BCE

Notes : M3 est indiqué à titre de référence uniquement ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Les engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) étant des engagements du secteur des IFM, ils sont représentés avec un signe négatif.

La position extérieure nette des IFM de la zone euro a encore fortement augmenté en décembre, de 61 milliards d'euros, après une progression de 47 milliards le mois précédent. Elle s'inscrit en hausse depuis juillet 2012, ce qui constitue le principal facteur sous-tendant la croissance positive de M3, contrebalançant la contribution négative des remboursements nets de prêts des IFM aux résidents de la zone euro. Sur douze mois, la position extérieure nette du secteur des IFM de la zone euro a augmenté de 360 milliards d'euros en décembre (cf. graphique 6), niveau jamais observé auparavant dans cette région.

Dans l'ensemble, les dernières données monétaires vont dans le sens d'une dynamique sous-jacente toujours faible de la croissance de la monnaie et du crédit. La croissance de l'agrégat monétaire large continue de bénéficier à la fois de l'augmentation de la position extérieure nette des IFM et des arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme. Dans le même temps, la faiblesse de la dynamique monétaire reflète également la quête de rendement que poursuit le secteur détenteur de monnaie dans un contexte de faible rémunération des actifs monétaires et de regain de confiance. La croissance annuelle des concours des IFM au secteur privé est demeurée négative en décembre.

Encadré 4

RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE POUR LE QUATRIÈME TRIMESTRE 2013

Cet encadré résume les principaux résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le quatrième trimestre 2013, réalisée par l'Eurosystème entre le 13 décembre 2013 et le 9 janvier 2014¹. Dans l'ensemble, l'enquête confirme une nouvelle fois la stabilisation des conditions du crédit pour les entreprises et les ménages dans un contexte de faiblesse persistante de la demande de prêts.

Résumé des principaux résultats

Au quatrième trimestre 2013, les banques ont fait état d'une nouvelle réduction du durcissement net des critères d'octroi de prêts aux entreprises. En outre, pour la première fois depuis 2007, les banques de la zone euro ont signalé un léger assouplissement net des critères d'octroi appliqués aux prêts au logement, tandis que dans le cas des crédits à la consommation, elles ont indiqué un durcissement net globalement inchangé par rapport au trimestre précédent.

Ces évolutions sont attribuables à trois principaux facteurs. Premièrement, la contribution du coût de financement et des contraintes de bilan est demeurée globalement inchangée. Deuxièmement, la contribution de la concurrence a encore été dans le sens d'un assouplissement net des critères d'octroi. Troisièmement, la perception du risque par les banques de la zone euro a concouru dans une moindre mesure au durcissement net des critères d'octroi, devenant même nulle dans le cas des prêts au logement.

Au dernier trimestre 2013, la demande de crédit est demeurée faible sur l'ensemble des catégories de prêts, avec quelques variations cependant. S'agissant des prêts consentis aux entreprises, le recul net s'est ralenti, se rapprochant ainsi de sa moyenne historique. Dans le même temps, la demande nette de prêts au logement et de crédits à la consommation est retombée à des niveaux négatifs, après la légère progression nette enregistrée au trimestre précédent.

¹ La date d'arrêt de l'enquête était le 9 janvier 2014. Une évaluation approfondie des résultats a été publiée sur le site internet de la BCE le 30 janvier 2014.

Pour le premier trimestre 2014, les banques participant à l'enquête prévoient une stabilité des critères d'octroi des prêts consentis aux entreprises et un nouvel assouplissement net des critères d'octroi appliqués aux prêts au logement et aux crédits à la consommation. Dans le même temps, les banques de la zone euro s'attendent à une forte hausse nette de la demande pour toutes les catégories de prêts.

Crédits ou lignes de crédits accordés aux entreprises

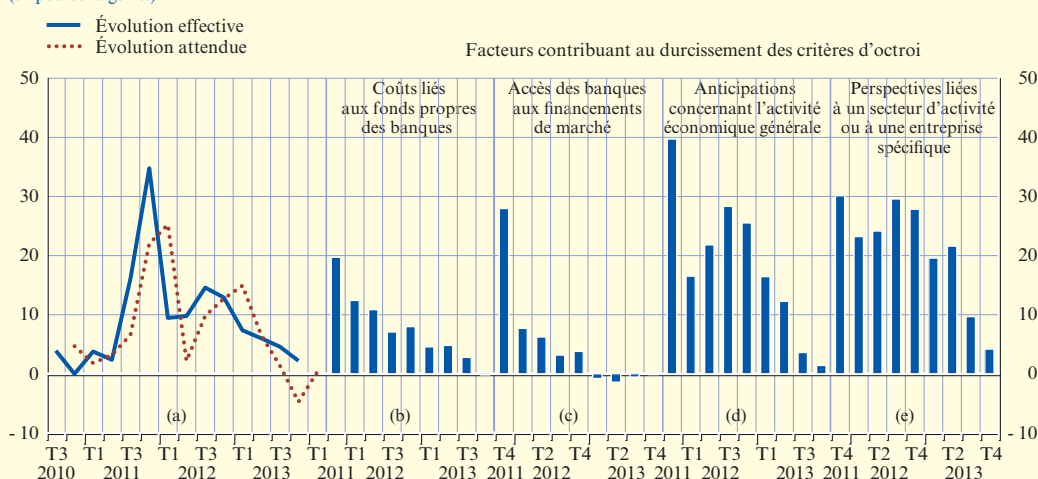
Au quatrième trimestre 2013, le pourcentage net ² de banques de la zone euro faisant état d'un durcissement de leur critères d'octroi est ressorti à 2 %, après 5 % au troisième trimestre (cf. graphique A), revenant ainsi en dessous de sa moyenne historique calculée depuis le démarrage de l'enquête en 2003. Lors de la campagne précédente, les banques participantes anticipaient plutôt un assouplissement net des critères d'octroi (- 5 %).

S'agissant des évolutions par taille d'entreprises, le recul du durcissement des critères d'octroi a été plus marqué dans le cas des prêts aux petites et moyennes entreprises (PME), pour lesquelles les banques ont fait état d'un léger assouplissement net pour la première fois depuis mi-2007 (- 3 %, contre 3 % au trimestre précédent), que dans celui des prêts consentis aux grandes entreprises (2 %, après 5 %). En termes d'échéances, le durcissement net des critères d'octroi est demeuré inchangé pour les prêts à long terme (5 %), mais a diminué dans le cas des prêts à court terme, devenant légèrement négatif (- 1 %, après 3 %).

En ce qui concerne les facteurs à l'origine de ces évolutions, les banques de la zone euro ont déclaré que le coût de financement et les contraintes de bilan avaient contribué, en moyenne, à un léger assouplissement net des critères d'octroi, tout comme au trimestre précédent (- 2 %). Dans le

Graphique A Modification des critères d'octroi des crédits ou des lignes de crédit aux entreprises

(en pourcentage net)

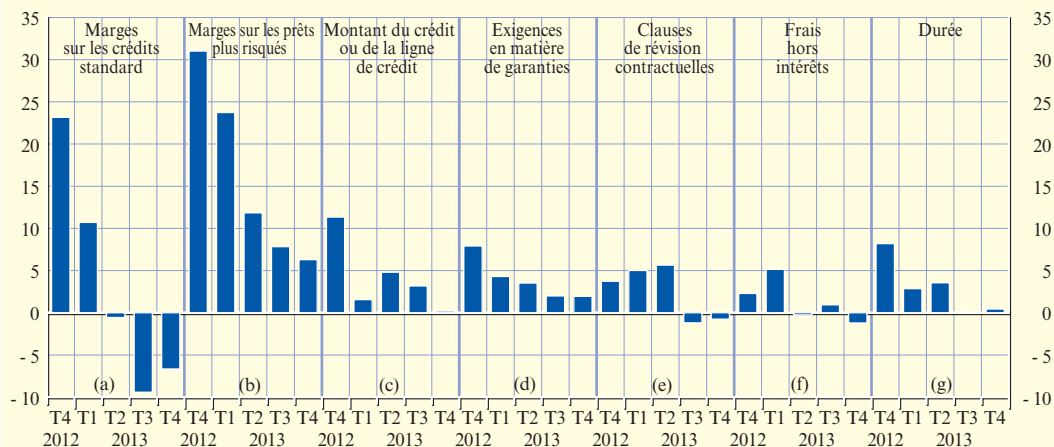


Notes : Dans la colonne (a), les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont nettement durcis » et « se sont légèrement durcis », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont légèrement assouplis » et « se sont nettement assouplis », d'autre part. Les pourcentages nets pour les questions liées aux facteurs retenus se définissent comme l'écart entre le pourcentage des banques indiquant que le facteur en question a contribué au durcissement et de celles déclarant qu'il a contribué à l'assouplissement. Les valeurs « effectives » ont trait à la période durant laquelle l'enquête a été réalisée. Les valeurs « attendues » correspondent aux évolutions attendues sur les trois prochains mois.

2 Le pourcentage net correspond à l'écart entre la part des banques indiquant un durcissement des critères d'octroi des crédits et celle des banques qui font état d'un assouplissement. Un pourcentage net positif indique que les banques ont eu tendance à durcir leurs critères d'attribution (durcissement net), tandis qu'un pourcentage net négatif signifie que les banques ont eu tendance à les assouplir (assouplissement net).

Graphique B Évolution des conditions d'attribution de crédits ou de lignes de crédit aux entreprises

(pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement des conditions d'octroi)



Note : Les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont nettement durcies » et « se sont légèrement durcies », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont légèrement assouplies » et « se sont nettement assouplies », d'autre part.

même temps, l'incidence de la perception du risque sur le durcissement des critères d'octroi s'est atténuée, revenant ainsi à des niveaux proches de ceux observés au début de la crise financière mondiale. Les trois composantes sous-jacentes ont contribué à ce recul : la réduction du risque perçu sur les garanties exigées (1 %, après 4 %) ainsi que les anticipations moins pessimistes des banques concernant l'activité économique générale (1 %, après 4 %) et les perspectives relatives à un secteur d'activité ou à une entreprise spécifique (4 %, après 10 %). Enfin, les pressions exercées par la concurrence ont participé à un assouplissement net des critères d'octroi au quatrième trimestre 2013, pratiquement sans changement par rapport à la campagne précédente.

Au quatrième trimestre 2013, le recul du durcissement net des critères d'octroi des prêts accordés aux entreprises s'est traduit par une nouvelle réduction des marges sur les crédits standard (-7 %, contre -9 % au trimestre précédent) et par un élargissement net moins important des marges sur les crédits plus risqués (6 % au lieu de 8 %, cf. graphique B). Pour la plupart des autres conditions d'octroi, les banques de la zone euro ont signalé des pourcentages nets inchangés ou proches de zéro.

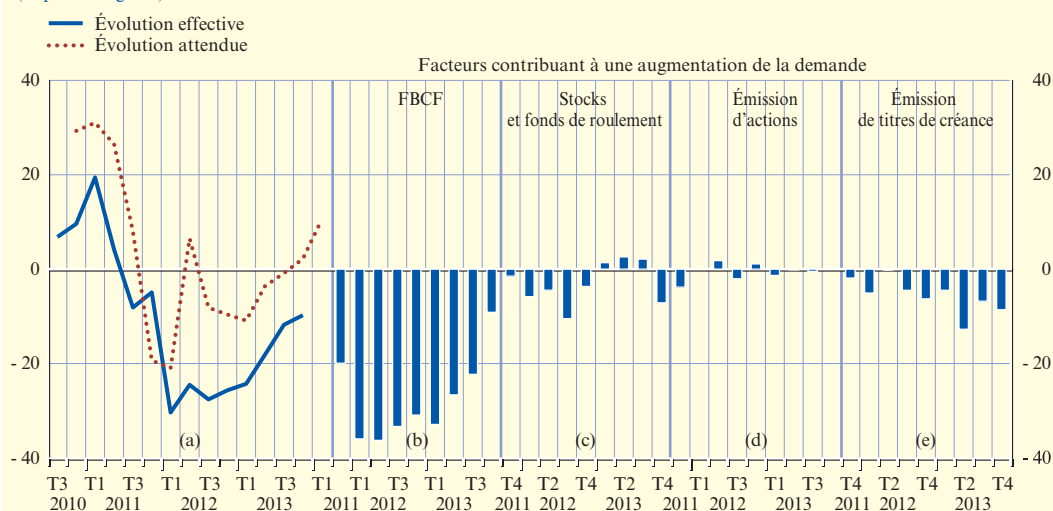
Pour le premier trimestre 2014, dans l'ensemble, les banques de la zone euro s'attendent à une stabilité des critères d'octroi des prêts aux entreprises (0 %) et à un léger durcissement net dans le cas des prêts aux grandes entreprises et des prêts à long terme (2 %). En outre, les banques interrogées prévoient un assouplissement net des critères d'octroi des prêts consentis aux PME (-9 %) et des prêts à court terme (-5 %).

S'agissant de la demande, au quatrième trimestre 2013, le fléchissement net de la demande de prêts émanant des entreprises s'est ralenti par rapport à l'enquête précédente (revenant à -10 %, après -12 % ; cf. graphique C). Des évolutions analogues ont été observées pour les prêts aux PME (-10 %, après -12 %) et pour les prêts à long terme (-8 %, contre -12 %), tandis que le recul net de la demande a été plus prononcé dans le cas des grandes entreprises (-12 %, après -8 %) et des prêts à court terme (-10 % au lieu de -7 %).

Comme lors du trimestre précédent, la diminution nette de la demande a résulté principalement de l'incidence négative de la baisse des besoins de financement au titre de la FBCF qui a encore fléchi

Graphique C Évolution de la demande de crédits ou de lignes de crédit des entreprises

(en pourcentage net)



Notes : Dans la colonne (a), les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a nettement augmenté » et « a légèrement augmenté », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a légèrement diminué » et « a nettement diminué », d'autre part. Les pourcentages nets relatifs aux questions liées aux facteurs retenus se définissent comme l'écart entre le pourcentage des banques indiquant que le facteur en question a contribué à une augmentation de la demande et de celles déclarant qu'il a contribué à une diminution. Les valeurs « effectives » ont trait à la période durant laquelle l'enquête a été réalisée. Les valeurs « attendues » correspondent aux évolutions attendues sur les trois prochains mois.

(-9 %, après -22 %). Cette évolution n'a été que partiellement contrebalancée par celle des besoins de financement résultant des stocks et du fonds de roulement, dont la contribution est devenue négative (-7 %, après 2 %). S'agissant du recours à d'autres sources de financement, les banques de la zone euro ont continué de faire état d'une contribution nette négative de l'autofinancement (-5 %, après -7 %) et des émissions de titres de créance (-9 %, après -7 %) sur la demande de prêts. En moyenne, la contribution des autres sources de financement au recul net de la demande est demeurée globalement inchangée par rapport à la précédente campagne d'enquête.

Pour le premier trimestre 2014, les banques s'attendent à une très nette hausse de la demande de prêts des entreprises (10 %). En outre, cette évolution devrait concerner toutes les catégories d'entreprises et l'ensemble des échéances.

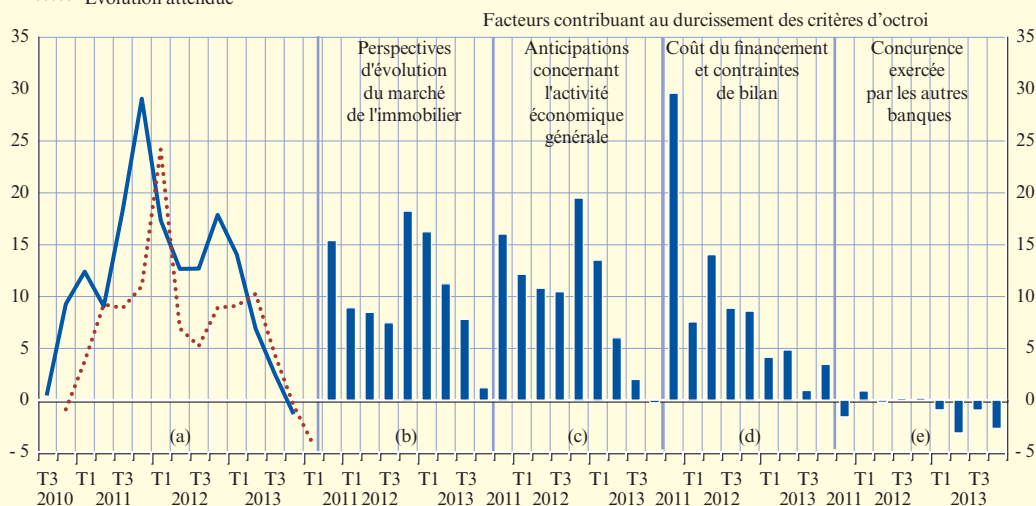
Prêts au logement accordés aux ménages

Au quatrième trimestre 2013, les banques de la zone euro ont fait état d'un léger assouplissement net des critères d'octroi des prêts au logement (-1 %, après 3 % au trimestre précédent ; cf. graphique D) pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2007 (revenant ainsi à un niveau très inférieur à la moyenne historique calculée pour cet indicateur). Cette évolution a été globalement conforme à ce qui avait été prévu par les participants lors de la précédente campagne (0 %). Comme lors du trimestre précédent, les coûts du financement et les contraintes de bilan des banques ont légèrement contribué au durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement (3 %, contre 1 % au troisième trimestre 2013), ce qui contraste avec leur faible contribution à l'assouplissement net des critères d'octroi des prêts aux sociétés non financières. La contribution de la situation économique générale et des perspectives d'évolutions du marché de l'immobilier résidentiel au durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement a encore diminué, pour se dissiper dans une large mesure (0 % et 1 %, respectivement, contre 2 % et 8 %).

Graphique D Modification des critères d'octroi des prêts au logement des ménages

(en pourcentage net)

— Évolution effective
 Évolution attendue



Note : Cf. les notes du graphique A

Les pressions exercées par la concurrence ont contribué à un assouplissement net des critères d'octroi de même ampleur, globalement, qu'au trimestre précédent.

La plupart des conditions de taux d'intérêt et des autres conditions attachées aux prêts immobiliers se sont durcies moins fortement ou se sont même assouplies au quatrième trimestre 2013. Les banques de la zone euro ont déclaré une diminution, en termes nets, des marges sur les prêts standard (-10 %, contre -7 % au troisième trimestre 2013), tandis que le resserrement des marges sur les crédits plus risqués s'est interrompu (0 %, au lieu de 4 %). Les réponses relatives aux conditions non liées aux taux d'intérêt ont fait état d'une modération du durcissement net s'agissant de l'échéance des prêts (1 %, après 4 %), tandis que dans le cas des quotités d'emprunt, les banques ont signalé un léger assouplissement net pour la première fois depuis 2006 (-3 %, après 6 %).

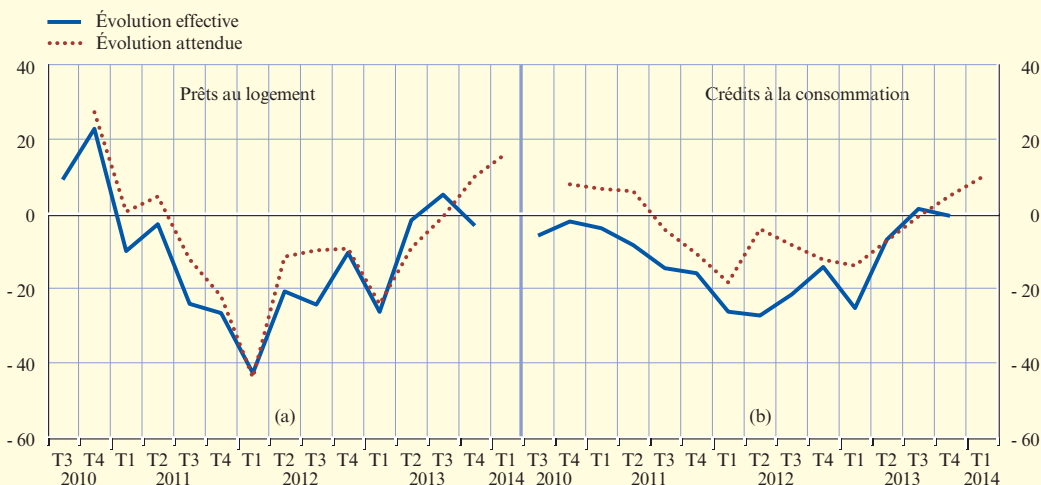
Pour le premier trimestre 2014, les banques s'attendent à un nouvel assouplissement net des critères d'octroi des prêts au logement (-4 %).

S'agissant de la demande de prêts, les banques de la zone euro ont fait état d'un léger recul net de la demande de prêts au logement (-3 %, contre 5 % au troisième trimestre 2013 ; cf. graphique E), celle-ci redevenant négative après être passée en territoire positif au trimestre précédent, se rapprochant ainsi de sa moyenne historique (-4 %). S'agissant des facteurs affectant la demande, la contribution nette légèrement positive des perspectives relatives au marché de l'immobilier résidentiel observée au troisième trimestre 2013 s'est dissipée (1 %, après 3 %). Dans le même temps, la contribution négative de facteurs autres que les perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et influant sur les besoins de financement a légèrement diminué (-3 %, contre -5 %).

Pour le premier trimestre 2014, les banques prévoient une augmentation nette significative de la demande de prêts au logement (16 %).

Graphique E Évolution de la demande de prêts au logement et de crédits à la consommation des ménages

(en pourcentage net)



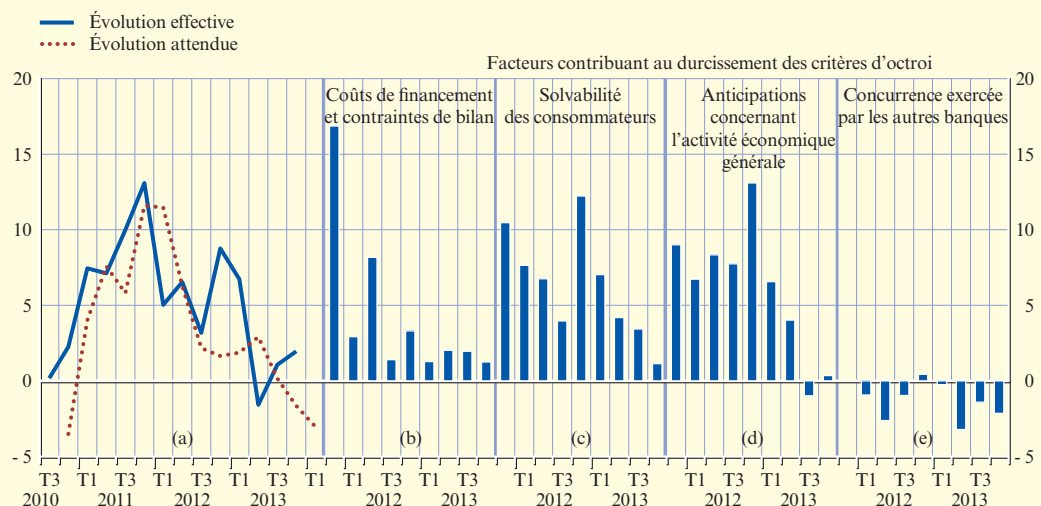
Notes : Les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a nettement augmenté » et « a légèrement augmenté », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « a légèrement diminué » et « a nettement diminué », d'autre part. Les valeurs « effectives » ont trait à la période durant laquelle l'enquête a été réalisée. Les valeurs « attendues » correspondent aux évolutions attendues sur les trois prochains mois.

Crédits à la consommation et autres prêts aux ménages

Au quatrième trimestre 2013, le durcissement net des critères d'octroi des crédits à la consommation est resté globalement inchangé, à 2 % (cf. graphique F), niveau inférieur à sa moyenne historique (7 %). Le léger effet de durcissement net sur l'offre de ce type de crédits exercé par les coûts de financement et les contraintes de bilan ainsi que, en moyenne, par les facteurs relatifs à la perception du risque est resté globalement stable (1 % dans chaque cas). Les pressions exercées par la concurrence ont continué de contribuer à un léger assouplissement net (-2 %).

Graphique F Modification des critères d'octroi des crédits à la consommation et autres prêts aux ménages

(en pourcentage net)



Note : Cf. les notes du graphique A

Concernant les conditions d'octroi des crédits à la consommation, les banques ont fait état d'un resserrement des marges sur les crédits standard (- 2 %, contre 0 % lors de la précédente campagne) ainsi que sur les crédits plus risqués, mais de moindre ampleur que ce qui avait été déclaré précédemment (1 %, contre 3 % au troisième trimestre 2013). En outre, le durcissement net des conditions hors taux d'intérêt sur les crédits à la consommation est demeuré globalement inchangé.

Pour le premier trimestre 2014, les banques de la zone euro prévoient un assouplissement net des critères d'octroi pour les crédits à la consommation et les autres prêts aux ménages (- 3 %).

Au quatrième trimestre 2013, les banques interrogées ont fait état d'un léger fléchissement net de la demande de crédits à la consommation, pratiquement sans changement par rapport au trimestre précédent (- 1 %, contre 1 % dans l'enquête d'octobre ; cf. graphique E) et toujours au-dessus de sa moyenne historique (- 5 %). Parmi les principaux facteurs qui sous-tendent la demande de crédits à la consommation, l'amélioration de la confiance des consommateurs a constitué l'évolution la plus notable (5 % au lieu de - 4 % dans l'enquête d'octobre).

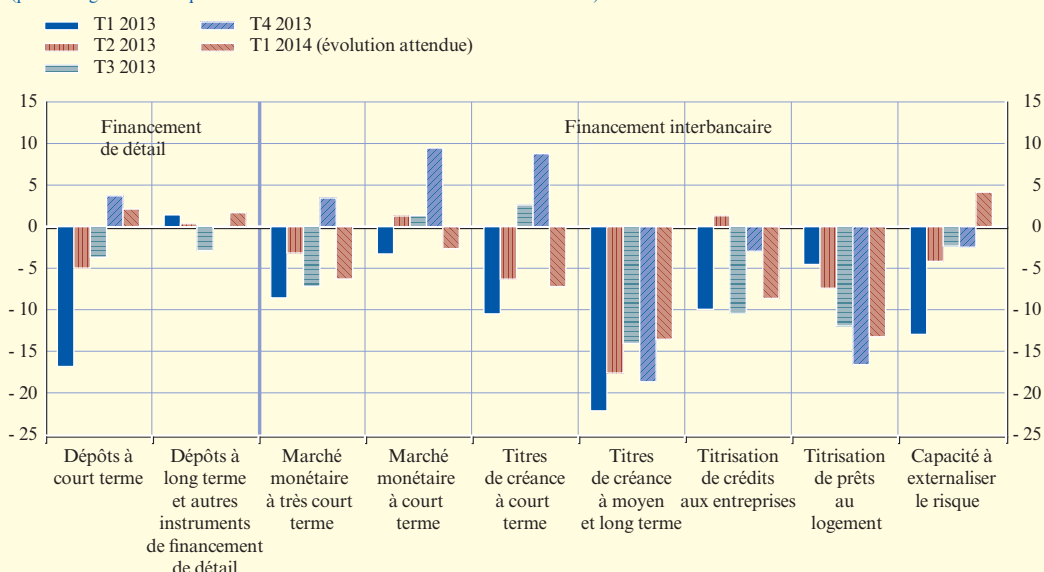
En ce qui concerne le premier trimestre 2014, les banques de la zone euro prévoient une forte augmentation nette de la demande de crédits à la consommation (à 10 %).

Question spécifique relative à l'incidence des tensions sur les marchés

Comme lors des campagnes précédentes, l'enquête de janvier 2014 comportait une question spécifique concernant l'accès des banques au financement de détail et au refinancement interbancaire, la période sous revue étant le quatrième trimestre 2013.

Graphique G Évolution de l'accès au financement au cours des trois derniers mois

(pourcentage net de banques faisant état d'une détérioration de l'accès au marché)



Note : Les pourcentages nets se définissent comme l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « s'est nettement détérioré » et « s'est légèrement détérioré », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « s'est légèrement élargi » et « s'est nettement élargi », d'autre part.

Au total, au quatrième trimestre 2013, les banques de la zone euro ont fait état d'une détérioration nette pour le financement de détail (2 %, contre - 3 %, en moyenne, pour les dépôts et les autres instruments de cette catégorie de financement) ainsi que pour les instruments du marché monétaire (6 % au lieu de - 3 %), interrompant la tendance observée les trimestres précédents (cf. graphique G). Toutefois, les conditions se sont améliorées, comme lors des trimestres précédents, pour les émissions de titres de créance (- 5 % au lieu de - 6 %), de même que pour la titrisation (- 7 %, contre - 8 %).

Pour le premier trimestre 2014, les banques prévoient une détérioration nette pour le financement de détail, tandis qu'une amélioration est attendue globalement pour les instruments de financement de marché.

Question spécifique relative à l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques, sur leurs critères d'octroi de prêts et sur leurs marges de crédit

Comme lors des campagnes précédentes, le questionnaire de l'enquête de janvier 2014 comportait une question spécifique destinée à évaluer l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques, sur leurs critères d'octroi et sur les marges appliquées aux crédits au cours des trois mois précédents.

Les réponses à l'enquête de janvier 2014 ont indiqué que l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques avait été marginale et qu'elle avait contribué, en moyenne, à un assouplissement net au quatrième trimestre 2013 (cf. graphique H). De façon plus détaillée, au total, 5 % et 7 %, respectivement, des banques de la zone euro ont déclaré que leur exposition directe à la dette souveraine et la valeur de leurs garanties souveraines avaient contribué à un assouplissement net des conditions de financement, pratiquement sans changement par rapport au trimestre précédent, tandis que le durcissement net résultant des « autres effets » s'était dissipé.

L'incidence de la crise de la dette souveraine sur les critères d'octroi est également restée faible au quatrième trimestre 2013. Dans le même temps, les banques de la zone euro ont déclaré que la crise de la dette souveraine avait eu une incidence neutre sur les marges appliquées aux crédits aux entreprises, tandis qu'elle avait contribué à une légère réduction des marges pour les prêts au logement et les crédits à la consommation.

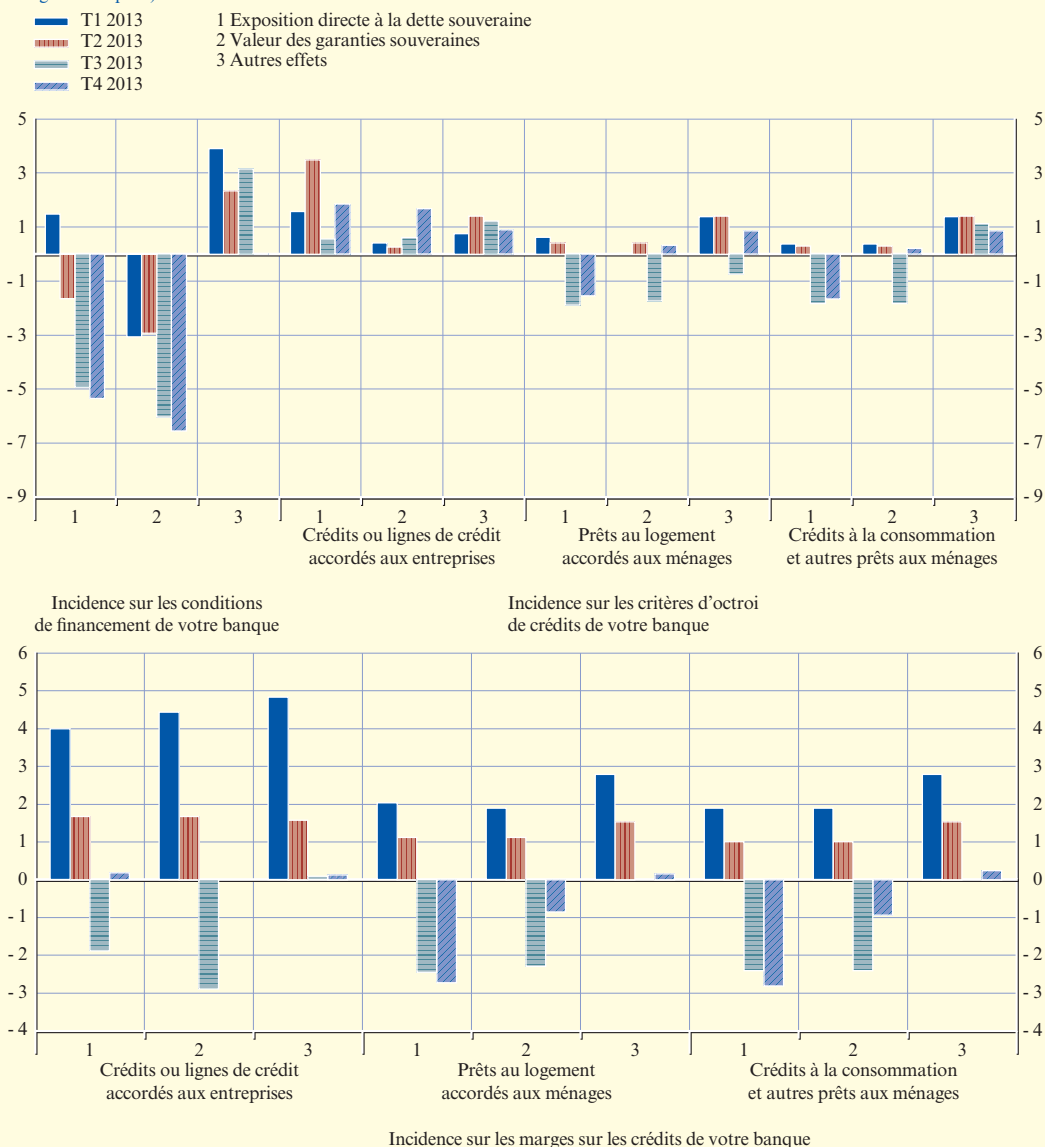
Questions spécifiques sur l'incidence de la réglementation et des mesures prudentielles ³

Le questionnaire de janvier 2014 comportait deux questions spécifiques semestrielles destinées à évaluer l'incidence des nouvelles exigences réglementaires sur les politiques de distribution du crédit des banques par le biais de leur effet potentiel sur leurs fonds propres et sur leurs critères d'octroi des crédits. La formulation de la question a été modifiée par rapport à l'enquête de juillet 2013 pour que les banques tiennent également compte dans leur réponse de toute nouvelle mesure prudentielle, telle que l'évaluation complète des bilans menée par la BCE, pouvant exercer une incidence sur l'offre de prêts. En outre, il a également été demandé aux banques d'indiquer les effets sur les conditions de financement.

³ Cf. les exigences réglementaires définies dans la directive sur les exigences de fonds propres IV/le règlement sur les exigences de fonds propres (Paquet CRD IV), ainsi que les exigences qui résulteront de l'évaluation complète menée par la BCE et les autorités nationales compétentes participantes conformément aux dispositions du règlement relatif au mécanisme de surveillance unique ou celles résultant de toute autre mesure réglementaire ou prudentielle spécifique ayant récemment été adoptée/mise en œuvre ou étant sur le point de l'être.

Graphique H Incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques, sur les critères d'octroi de crédits et sur les marges sur les prêts

(pourcentage net de banques faisant état d'une incidence sur les conditions de financement, sur le durcissement de critères d'octroi ou sur les marges sur les prêts)



Note : Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages des réponses « ont fortement contribué à une détérioration des conditions de financement/un durcissement des critères d'octroi/un élargissement des marges sur les prêts » et « ont légèrement contribué » et la somme des pourcentages des réponses « ont légèrement contribué à un assouplissement des conditions de financement/des critères d'octroi/un rétrécissement des marges sur les prêts » et « ont fortement contribué ».

Au total, 23 % des banques de la zone euro participant à l'enquête ont fait état d'une diminution de leurs actifs pondérés des risques au second semestre 2013, pratiquement sans changement par rapport au premier semestre. Ce processus d'ajustement a concerné à la fois les prêts les plus risqués et les crédits standard (-29 % et -15 %, respectivement, contre -28 % et -16 % au premier semestre 2013). Les banques ont également fait état d'un renforcement net de leurs fonds propres (20 %, après 23 %), qui a résulté tant des bénéfices non distribués (22 %, après 21 %) que des émissions de parts sociales (11 %, sans changement). Les banques n'ont pas mentionné d'incidence significative des mesures réglementaires et prudentielles sur les conditions de financement.

Pour le premier semestre 2014, un pourcentage net légèrement plus faible de banques de la zone euro prévoient de réduire leurs actifs pondérés des risques (- 10 %, après - 23 % au second semestre 2013), tandis que dans le même temps, 31 % des banques, dans l'ensemble, ont l'intention d'accroître leurs fonds propres (contre 20 % au second semestre 2013).

En ce qui concerne les effets des exigences de fonds propres et des mesures prudentielles sur les critères d'octroi et les marges sur les crédits, les banques de la zone euro ont indiqué avoir durci leurs critères d'octroi des prêts aux grandes entreprises et aux PME au second semestre 2013 (8 % et 5 %, respectivement, contre 17 % et 9 % dans l'enquête de juillet 2013). L'effet de contraction sur les prêts aux ménages s'est dissipé, pour les prêts au logement comme pour les crédits à la consommation. Des évolutions similaires ont été observées s'agissant des marges de crédit.

Pour le premier semestre 2014, les banques prévoient un nouveau durcissement net des critères d'octroi et des marges appliqués aux prêts aux entreprises, en raison des pressions liées à la réglementation et à la surveillance prudentielle. La restriction attendue est de même ampleur qu'au second semestre 2013. Un léger assouplissement net est prévu pour les prêts au logement.

2.2 ÉMISSIONS DE TITRES

En novembre 2013, les émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro ont encore diminué en rythme annuel. La progression annuelle des émissions de titres de créance par les sociétés non financières est restée soutenue, sans pour autant contrebalancer intégralement le taux de croissance toujours négatif des émissions de titres de créance par les IFM. Les IFM sont restés les principaux contributeurs aux émissions d'actions cotées des résidents de la zone euro.

TITRES DE CRÉANCE

En novembre 2013, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro est demeuré négatif, à - 0,6 %, après - 0,9 % le mois précédent (cf. tableau 6). Au niveau sectoriel, le taux de croissance annuel a affiché un profil conforme à celui observé depuis début 2013. En rythme annuel, les émissions des sociétés non financières ont augmenté de 10,3 %, après 10,0 % en octobre. Le taux de variation annuel des émissions de titres de créance par les IFM

Tableau 6 Titres émis par les résidents de la zone euro

Secteur émetteur	Encours (en milliards d'euros)	Taux de croissance annuels ¹⁾					
		2012	2013	2013	2013	2013	2013
	2013 Novembre	T4	T1	T2	T3	Oct.	Nov.
Titres de créance	16 569	2,8	0,7	- 0,1	- 0,7	- 0,9	- 0,6
IFM	4 968	0,9	- 3,6	- 6,5	- 8,7	- 9,0	- 8,8
Institutions financières non monétaires	3 225	0,3	0,7	- 0,4	1,2	1,3	1,2
Sociétés non financières	1 084	12,9	13,4	11,5	10,0	10,0	10,3
Administrations publiques	7 292	4,1	2,6	3,6	3,4	3,0	3,3
dont :							
Administrations centrales	6 617	3,6	2,6	4,0	4,2	3,8	4,0
Autres administrations publiques	675	9,1	2,4	- 0,6	- 3,8	- 4,1	- 2,6
Actions cotées	5 498	1,0	0,8	0,6	1,1	1,1	1,3
IFM	563	5,2	3,0	2,5	7,8	7,7	7,1
Institutions financières non monétaires	454	2,6	2,6	2,6	1,6	0,9	0,9
Sociétés non financières	4 481	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,7

Source : BCE

1) Pour plus de détails, cf. les notes techniques des sections 4.3 et 4.4 de la partie *Statistiques de la zone euro*

est ressorti à $-8,8\%$, soit un rythme légèrement moins négatif qu'en octobre. S'agissant des administrations publiques, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance dans ce secteur s'est inscrit à $3,3\%$, après $3,0\%$ en octobre. Enfin, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les sociétés financières non monétaires n'a que légèrement baissé en novembre, revenant à $1,2\%$ contre $1,3\%$ en octobre.

La ventilation par échéances des titres de créance émis montre que, en novembre, l'activité de refinancement a été concentrée sur les émissions du compartiment à long terme du marché, notamment à taux fixe. Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance à long terme s'est inscrit en hausse, à $0,4\%$ après un niveau quasiment nul en octobre. Cette évolution reflète une progression de $2,3\%$ en rythme annuel ($2,6\%$ en octobre) des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux fixe, qui a largement contrebalancé la baisse de $5,8\%$ des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux variable, cette dernière portant à seize le nombre de mois consécutifs de croissance négative de ces émissions. Les émissions de titres de créance à court terme se sont encore contractées, de $10,2\%$, après un recul de $9,8\%$ en rythme annuel en octobre.

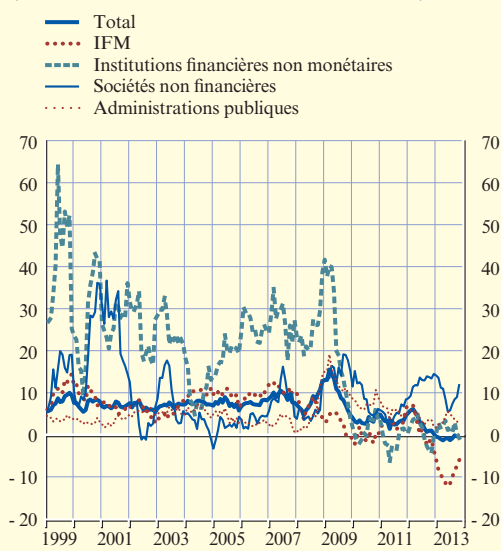
À plus court terme, le taux de croissance annualisé sur six mois des émissions de titres de créance en novembre s'est inscrit à $-0,3\%$, soit un niveau légèrement inférieur à celui du mois précédent (cf. graphique 7). Dans l'ensemble des secteurs, les évolutions à court terme ont suivi des profils analogues à celui de la dynamique à plus long terme. Le taux de croissance des émissions des sociétés non financières a atteint $12,1\%$, après $9,0\%$ en octobre, tandis que la contraction persistante des émissions par les IFM s'est légèrement atténuée, revenant à $-6,0\%$, après $-7,5\%$ en octobre. S'agissant des sociétés financières non monétaires et des administrations publiques, les taux de croissance correspondants sont revenus de, respectivement, $0,3\%$ à $-0,8\%$, et de $3,2\%$ à $2,3\%$.

ACTIONS COTÉES

En novembre 2013, le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro a progressé de $0,2$ point de

Graphique 7 Ventilation sectorielle des titres de créance émis par les résidents de la zone euro

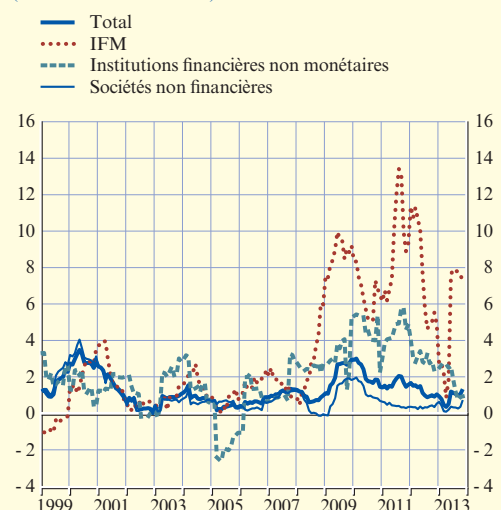
(taux de croissance annualisés sur six mois ; données cvs)



Source : BCE

Graphique 8 Ventilation sectorielle des actions cotées émis par les résidents de la zone euro

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

Note : Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières.

pourcentage par rapport à octobre pour s'établir à 1,3 % (cf. graphique 8). Le rythme de progression annuel des émissions d'actions s'est accentué de 0,3 point de pourcentage, à 0,7 %, pour les sociétés non financières, et est resté stable à 0,9 % pour les sociétés financières non monétaires. Enfin, le taux de croissance annuel des émissions d'actions par les IFM a diminué de 0,6 point de pourcentage par rapport à son niveau d'octobre, demeurant toutefois élevé, à 7,1 %, dans un contexte d'assainissement des bilans des IFM.

2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

En janvier et début février 2014, les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire ont légèrement augmenté et ont été relativement volatils dans un contexte d'excédent de liquidité moins élevé. Les taux à plus long terme sont demeurés globalement inchangés.

Au cours de la période comprise entre le 8 janvier et le 5 février 2014, le taux du marché monétaire en blanc a progressé de 2 points de base s'agissant de l'échéance à un mois, restant pratiquement stable sur les échéances plus longues. Le 5 février, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissaient à, respectivement, 0,22 %, 0,29 %, 0,39 % et 0,55 %. Ainsi, l'écart entre l'Euribor 12 mois et 1 mois – un indicateur de la pente de la courbe des taux monétaires – a légèrement fléchi, de 2 points de base, pour s'établir à 33 points de base le 5 février (cf. graphique 9).

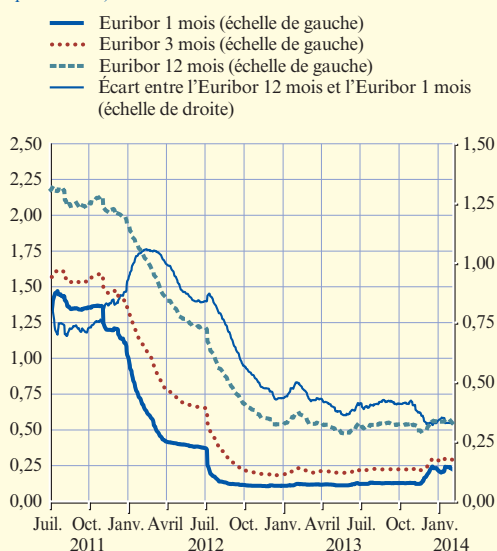
Les taux d'intérêt implicites tirés des prix des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois d'échéances mars, juin, septembre et décembre 2014 ont reculé, respectivement, de 6, 9, 11 et 13 points de base par rapport aux niveaux observés le 8 janvier, pour se situer à 0,25 %, 0,22 %, 0,23 % et 0,25 % le 5 février. Le taux du *swap* Eonia à 3 mois s'établissait à 0,13 % à cette même date, soit 3 points de base de moins que le 8 janvier. L'écart entre ce taux et le taux Euribor correspondant a ainsi augmenté de 3 points de base.

Entre le 8 janvier et la fin de la douzième période de constitution de réserves de 2013, le 14 janvier 2014, l'Eonia a augmenté de 5 points de base pour s'établir autour de 0,15 %, dans un contexte d'excédent de liquidité moins important et de volatilité de l'activité de négociation, ainsi que de diminution de la fragmentation du marché. Depuis le début de la première période de constitution, l'Eonia est demeuré globalement inchangé, présentant une volatilité accrue dans une fourchette comprise entre 0,13 % et 0,36 % (cf. graphique 10).

Entre le 8 janvier et le 5 février 2014, l'Eurosystème a conduit plusieurs opérations de refinancement. Lors des opérations principales de refinancement de la première période de constitution de 2014, effectuées les 7, 14, 21 et 28 janvier et le 4 février 2014, l'Eurosystème

Graphique 9 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; écart en points de pourcentage ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

a alloué, respectivement, 112,5 milliards, 94,7 milliards, 116,3 milliards, 115,6 milliards et 95,1 milliards d'euros. L'Eurosystème a également procédé à deux opérations de refinancement à plus long terme en janvier, toutes deux sous la forme d'appels d'offres à taux fixe et servies intégralement : le 14 janvier, une opération de refinancement exceptionnelle assortie d'une échéance correspondant à une période de constitution de réserves (pour une allocation de 7,1 milliards d'euros) et, le 29 janvier, une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (pour une allocation de 5 milliards).

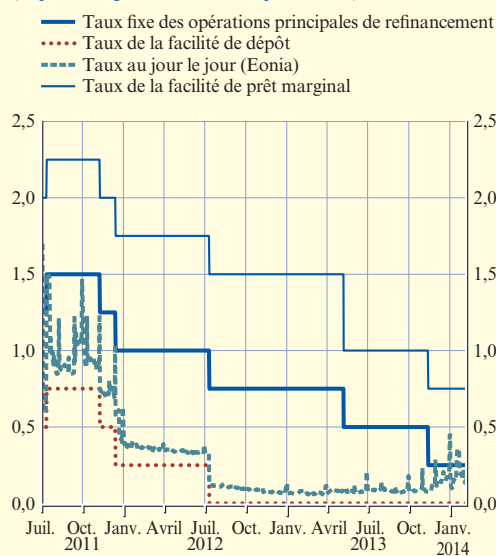
De plus, l'Eurosystème a effectué cinq opérations de retrait de liquidité à une semaine sous la forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission maximal de 0,25 %, les 7, 14, 21 et 28 janvier et le 4 février 2014. Les deux premières et la dernière de ces opérations ont permis à la BCE d'absorber un montant correspondant à celui des achats effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (qui s'est établi à 179 milliards d'euros le 7 et le 14 janvier et à 175,5 milliards le 4 février). Dans le contexte d'excédent de liquidité moins important, l'Eurosystème n'a retiré que 152,1 milliards et 151,2 milliards d'euros lors des opérations effectuées les 21 et 28 janvier.

En outre, les contreparties ont opté pour un remboursement anticipé, sur une base hebdomadaire, des fonds alloués dans le cadre des opérations à long terme d'une durée de trois ans du 21 décembre 2011 et du 29 février 2012. Au 5 février 2014, un montant total de 454,1 milliards d'euros avait été remboursé depuis le 30 janvier 2013. Sur ce montant, 264,8 milliards d'euros se rapportaient à l'opération de refinancement du 21 décembre 2011 et les 189,3 milliards d'euros restants à celle du 29 février 2012. Par conséquent, sur les 523 milliards d'euros de liquidités nettes injectées à l'origine lors des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, 87 % environ ont été remboursés jusqu'à présent.

L'excédent de liquidité s'est accentué au cours de la douzième période de constitution de réserves de 2013, ressortant en moyenne à 204,6 milliards d'euros, contre 165,1 milliards lors de la période de constitution précédente. La hausse du niveau moyen de l'excédent de liquidité s'explique pour 75 % environ par l'augmentation du volume des opérations d'*open market*, et pour 25 % par la baisse des facteurs autonomes. L'augmentation nette du volume des opérations d'*open market* résulte, pour sa part, dans un contexte de plus forte demande de volants de liquidité de précaution vers la fin de l'année, du recours plus important aux opérations principales de refinancement (avec une hausse moyenne de 34 milliards d'euros) et d'une moindre ponction par le biais des reprises de liquidité en blanc (28 milliards), contrebalancés en partie par la diminution des opérations de refinancement à plus long terme en cours (32 milliards). Cette dernière évolution découle essentiellement des remboursements effectués au titre des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans. Alors que la moyenne du recours quotidien à la facilité de dépôt a augmenté pour ressortir à 60,1 milliards

Graphique 10 Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

d'euros au cours de la douzième période de constitution de réserves, contre 48,3 milliards lors de la précédente période de constitution, l'excédent détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants s'est accentué, passant en moyenne de 116,9 milliards à 144,8 milliards.

L'excédent de liquidité est revenu à des niveaux moyens proches de 133 milliards d'euros au cours de la première semaine de la première période de constitution de 2014, principalement sous l'effet d'une diminution du volume des opérations d'*open market*, en particulier d'un moindre recours à l'opération principale de refinancement. Toutefois, au cours des deuxième et troisième semaines, l'excédent de liquidité s'est inscrit en hausse, atteignant des niveaux moyens proches de 170 milliards d'euros en raison d'un recours plus important à l'opération principale de refinancement et d'une réduction du degré de stérilisation des achats effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres par l'opération de retrait de liquidité.

2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

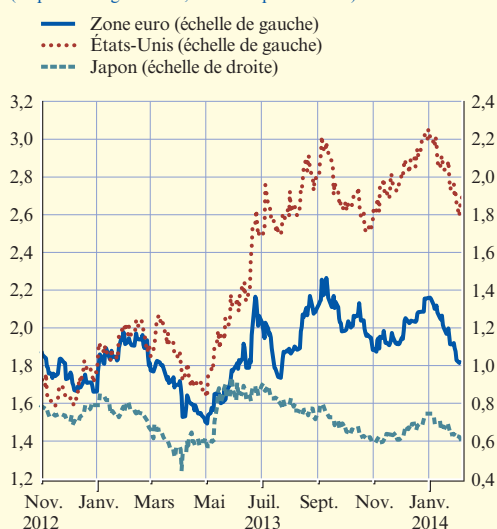
Les rendements des emprunts publics de la zone euro et des États-Unis ont diminué en janvier et début février 2014, reflétant des publications de données économiques contrastées pour l'économie mondiale ainsi que des turbulences sur plusieurs marchés émergents. Les écarts de rendement des obligations souveraines se sont réduits dans la plupart des pays de la zone euro. L'incertitude attachée aux évolutions futures des marchés obligataires s'est accrue de part et d'autre de l'Atlantique. Enfin, les indicateurs financiers des anticipations d'inflation à long terme ont légèrement fléchi dans la zone euro, mais ils demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix.

Entre fin décembre 2013 et le 5 février 2014, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA ont diminué de quelque 35 points de base pour s'établir à 1,8 % environ à cette dernière date (cf. graphique 11). Aux États-Unis, sur la même période, les rendements des emprunts publics à long terme ont reculé de quelque 37 points de base pour s'établir à 2,7 % environ, tandis qu'au Japon, ils ont enregistré une baisse de l'ordre de 14 points de base pour s'inscrire à 0,6 % environ.

Début janvier, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA sont demeurés globalement inchangés. Par la suite, ils ont diminué, reflétant des données contrastées relatives à l'économie mondiale et des tensions sur les marchés émergents dans le contexte, entre autres, du retrait en cours de la politique d'assouplissement quantitatif du Système fédéral de réserve. Aux États-Unis, les rendements des emprunts à long terme ont suivi le même profil d'évolution, mais ils ont présenté une volatilité légèrement plus marquée.

Graphique 11 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

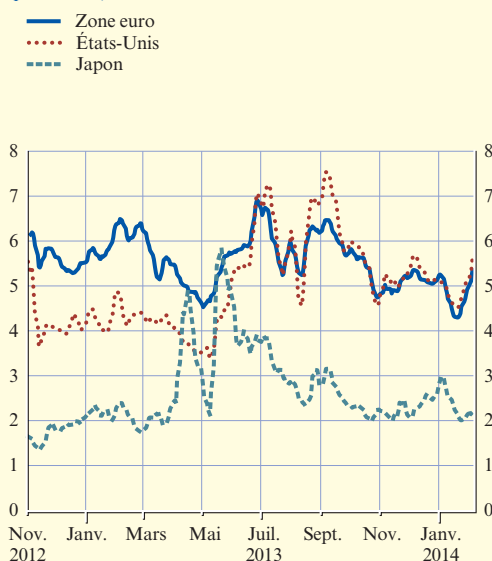


Sources : EuroMTS, BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

Notes : Les rendements des emprunts publics à long terme sont ceux des emprunts à 10 ans ou dont l'échéance s'en rapproche le plus. Le rendement des emprunts publics de la zone euro est fondé sur les données de la BCE relatives aux emprunts publics notés AAA, qui incluent actuellement les emprunts publics autrichiens, finlandais, allemands et néerlandais.

Graphique 12 Volatilité implicite du marché des emprunts publics

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes)

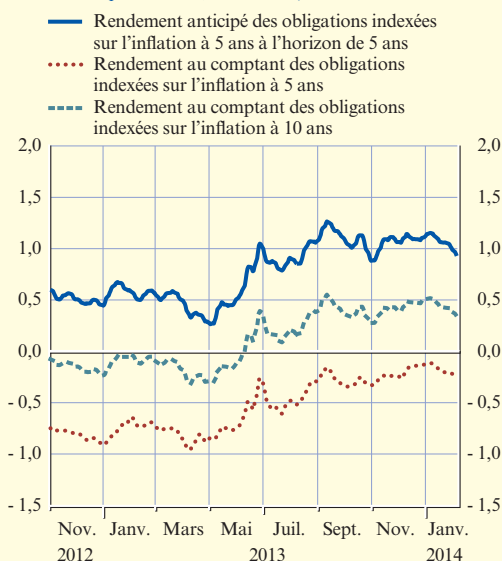


Source : Bloomberg

Notes : La volatilité implicite du marché des emprunts publics mesure l'incertitude relative aux évolutions à court terme (jusqu'à trois mois) des prix des emprunts publics à dix ans allemands et américains. Elle est fondée sur les valeurs de marché des contrats d'options négociés correspondants. Bloomberg utilise la volatilité implicite des *strikes* à la monnaie les plus proches des options de vente (*puts*) et des options d'achat (*calls*) à partir des contrats à terme arrivant à échéance au cours du mois le plus proche.

Graphique 13 Rendements des obligations zéro coupon de la zone euro indexées sur l'inflation

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes ; données cvs)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

Note : Les rendements obligataires réels sont calculés comme une moyenne pondérée par le PIB des rendements obligataires réels estimés séparément pour la France et l'Allemagne.

L'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme des marchés obligataires, mesurée par la volatilité implicite tirée des options sur les cours des obligations, s'est accrue dans la zone euro et aux États-Unis au cours de la période sous revue (cf. graphique 12). Début février, la volatilité implicite dans la zone euro et aux États-Unis s'est établie à 5,6 % et 6,1 % environ, respectivement.

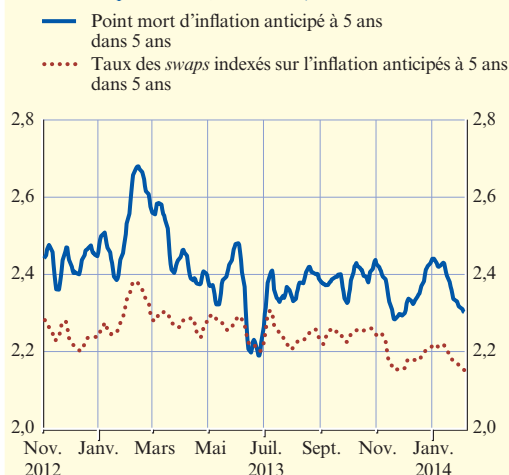
Les rendements obligataires à long terme ont diminué dans la plupart des pays de la zone euro au cours de la période sous revue. Les écarts de rendement des obligations souveraines au sein de la zone euro vis-à-vis des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) se sont également réduits dans la plupart des pays.

Les évolutions des rendements obligataires réels de la zone euro, mesurés par les rendements des emprunts publics indexés sur l'inflation¹, ont été globalement comparables à celles des rendements obligataires nominaux décrites précédemment. Les rendements réels des obligations à dix ans ont diminué de 17 points de base environ pour s'inscrire à quelque 0,3 % le 5 février, tandis que les rendements réels des obligations à cinq ans ont enregistré une baisse de l'ordre de 12 points de base pour s'inscrire à - 0,25 % environ (cf. graphique 13). En conséquence, dans la zone euro, les taux d'intérêt réels anticipés à long terme (à cinq ans dans cinq ans) ont fléchi de quelque 22 points de base, pour s'inscrire à 0,9 % environ à la fin de la période sous revue.

¹ Le rendement réel des emprunts publics de la zone euro indexés sur l'inflation est calculé par le rendement moyen pondéré par le PIB des obligations souveraines françaises et allemandes indexées sur l'inflation. Pour plus de précisions, cf. l'encadré intitulé *Estimation des rendements réels et des points morts d'inflation après la récente intensification de la crise de la dette souveraine* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011.

Graphique 14 Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon de la zone euro et taux des *swaps* indexés sur l'inflation

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes ; données cvs)

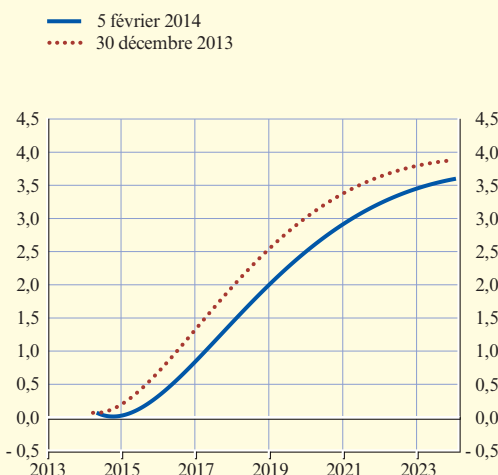


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

Note : Les points morts d'inflation sont calculés comme une moyenne pondérée par le PIB des points morts estimés séparément pour la France et l'Allemagne.

Graphique 15 Courbe des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés de la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE, EuroMTS (données sous-jacentes) et Fitch Ratings (notations)

Notes : La courbe des rendements implicites anticipés extraite de la structure par terme des taux d'intérêt observés sur le marché reflète les anticipations du marché sur les niveaux futurs des taux d'intérêt à court terme. La méthode utilisée pour calculer ces courbes des rendements implicites anticipés est exposée à la rubrique *Euro area yield curve* du site internet de la BCE. Les données utilisées dans l'estimation sont calculées à partir des rendements des emprunts publics de la zone euro notés AAA.

Reflétant la baisse des rendements nominaux plus forte que celle des rendements réels, les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro ont légèrement diminué au cours de la période sous revue. Les points morts d'inflation anticipés à cinq ans et à dix ans tirés des obligations indexées sur l'inflation ont légèrement baissé pour s'établir, respectivement, à 1,0 % et 1,7 % environ. Par conséquent, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a diminué de quelque 14 points de base, revenant à 2,3 % environ début février (cf. graphique 14). Le taux anticipé à long terme des *swaps* indexés sur l'inflation est resté pratiquement inchangé au cours de la période sous revue, s'inscrivant autour de 2,2 % le 5 février. Dans l'ensemble, en tenant compte à la fois de la prime de risque d'inflation et de la prime de liquidité, les indicateurs fondés sur le marché laissent penser que les anticipations d'inflation demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix ².

La structure par termes des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés dans la zone euro s'est déplacée vers le bas au cours de la période sous revue, principalement pour les obligations d'échéances allant du moyen au long terme (cf. graphique 15). Cela indique que les anticipations relatives aux niveaux futurs des taux d'intérêt à court terme et aux niveaux des primes de risque associées ont légèrement diminué au cours de la période sous revue.

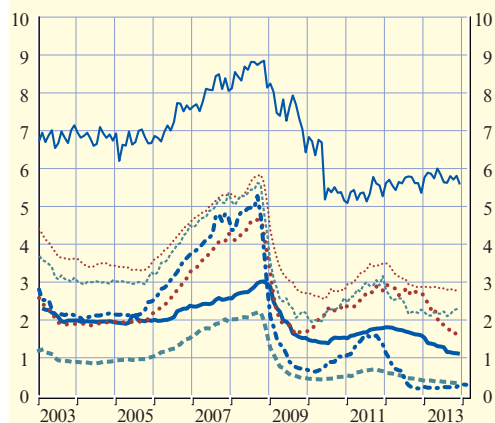
Sur cette période, les écarts de rendement des obligations les mieux notées émises par les sociétés de la zone euro (par rapport à l'indice des emprunts publics notés AAA de l'UEM établi par Merrill Lynch) sont restés pratiquement inchangés pour les catégories de notation supérieures et inférieures, tant pour le secteur financier que pour le secteur non financier. Au total, les écarts

2 Pour une analyse plus approfondie de l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme, cf. l'article intitulé *L'évaluation de l'ancrage des anticipations d'inflation à plus long terme* du *Bulletin mensuel* de juillet 2012

Graphique 16 Taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM et taux de marché à court terme

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

- Dépôts des ménages remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois
- Dépôts des ménages d'une durée ≤ à 1 an
- - - - - Dépôts à vue des sociétés non financières
- Prêts à la consommation consentis aux ménages, assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est ≤ à 1 an
- Prêts au logement assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est ≤ à 1 an
- - - - - Prêts aux sociétés non financières d'un montant > à 1 million d'euros assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est ≤ à 1 an
- - - - - Taux du marché monétaire à 3 mois



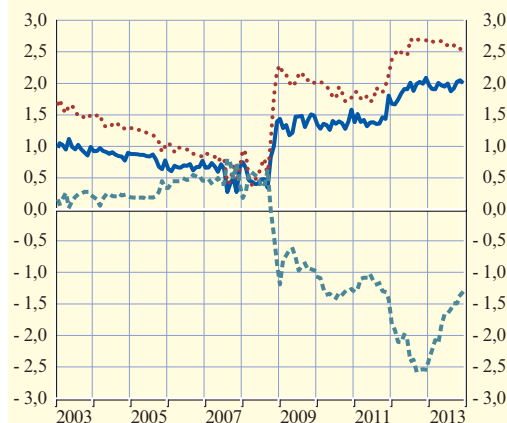
Source : BCE

Note : Les données à compter de juin 2010 peuvent ne pas être totalement comparables aux données antérieures en raison des changements de méthodologie résultant de la mise en application des règlements BCE/2008/32 et BCE/2009/7 (modifiant le règlement BCE/2001/18).

Graphique 17 Écarts des taux d'intérêt à court terme des IFM par rapport au taux du marché monétaire à 3 mois

(écarts en points de pourcentage ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

- Prêts aux sociétés non financières d'un montant > à 1 million d'euros assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est ≤ à 1 an
- Prêts au logement assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est ≤ à 1 an
- - - - - Dépôts des ménages d'une durée ≤ à 1 an



Source : BCE

Notes : Les écarts correspondent à la différence entre le taux d'intérêt débiteur et le taux du marché monétaire à 3 mois en ce qui concerne les prêts, et entre le taux du marché monétaire à 3 mois et le taux créditeur en ce qui concerne les dépôts. Les données à compter de juin 2010 peuvent ne pas être totalement comparables aux données antérieures en raison des changements de méthodologie résultant de la mise en application des règlements BCE/2008/32 et BCE/2009/7 (modifiant le règlement BCE/2001/18).

de rendement des obligations du secteur privé pour la plupart des classes de notation sont restés inférieurs aux niveaux observés début 2013.

2.5 TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX PRÊTS ET AUX DÉPÔTS

En décembre 2013, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts consentis aux sociétés non financières ont diminué, surtout pour les périodes de fixation du taux courtes et longues, en particulier pour les prêts de faible montant. En revanche, les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement accordés aux ménages sont demeurés inchangés pour les périodes de fixation du taux aussi bien courtes que longues. Les taux d'intérêt des dépôts à long terme des ménages et des sociétés non financières ont diminué en décembre, tandis que ceux appliqués aux dépôts à court terme sont restés globalement stables. Les écarts de taux débiteurs par rapport aux taux de marché se sont resserrés, en particulier pour les périodes de fixation longues.

En décembre 2013, les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts à court terme des sociétés non financières et des ménages sont restés globalement inchangés. Les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an sont également restés stables, à 2,8 %, tandis que ceux appliqués aux prêts à la consommation ont fléchi de 23 points de base pour s'établir à 5,6 %. En ce qui concerne les sociétés non financières, les taux d'intérêt appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million d'euros) et dont la période de fixation initiale du taux est courte sont demeurés globalement inchangés, à 2,3 %, et ceux appliqués aux prêts de faible montant (inférieur à 1 million d'euros) assortis d'une période de fixation initiale du taux courte ont diminué de 5 points de base, à 3,8 % (cf. graphique 16). Par conséquent, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières et dont la période de fixation du taux est courte et les taux d'intérêt correspondants sur les prêts de montant élevé s'est encore resserré en décembre, revenant à 150 points de base, mais demeure nettement supérieur à sa moyenne historique depuis 2003. L'ampleur de cet écart indique toujours que les conditions de financement des petites et moyennes entreprises demeurent plus tendues que celles des grandes entreprises.

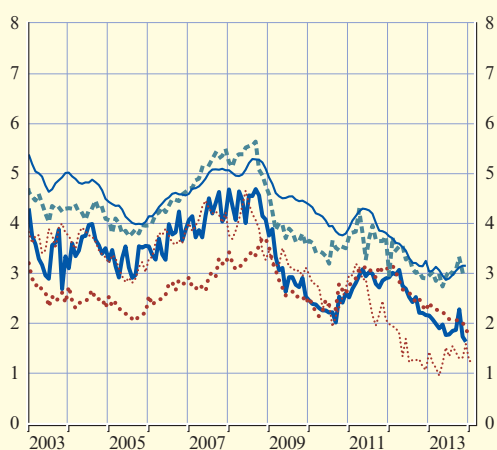
Dans l'ensemble, compte tenu de la légère hausse de l'Euribor 3 mois en décembre, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts aux ménages assortis d'une période de fixation du taux courte et le taux du marché monétaire à trois mois a diminué de 5 points de base pour s'établir à 250 points de base ; l'écart correspondant pour les taux d'intérêt appliqués aux prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières et dont la période de fixation du taux est courte s'est également resserré de 5 points de base pour s'inscrire à 201 points de base (cf. graphique 17).

Depuis début 2013, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières et assortis d'une période de fixation courte sont restés globalement stables, tandis que les taux correspondants appliqués aux prêts de montant élevé ont légèrement augmenté. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts au logement assortis d'une période de fixation courte ont diminué de 10 points de base environ. Les réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE, ainsi que l'incidence des mesures non conventionnelles de politique monétaire mises en œuvre ou annoncées par la BCE, se répercutent progressivement sur les taux débiteurs bancaires. Dans le même temps, la fragmentation des marchés du crédit de la zone euro et la morosité du climat économique continuent d'exercer des tensions sur les taux débiteurs des banques dans certains pays de la zone euro.

Graphique 18 Taux d'intérêt à long terme appliqués par les IFM et taux de marché à long terme

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

- Dépôts des sociétés non financières d'une durée > à 2 ans
- Dépôts des ménages d'une durée > à 2 ans
- - - Prêts aux sociétés non financières d'un montant > à 1 million d'euros et assortis d'une période de fixation initiale du taux > à 5 ans
- Prêts au logement assortis d'une période de fixation initiale du taux > à 5 ans et ≤ à 10 ans
- Rendements des emprunts publics à 7 ans



Source : BCE

Note : Les données à compter de juin 2010 peuvent ne pas être totalement comparables aux données antérieures en raison des changements de méthodologie résultant de la mise en application des règlements BCE/2008/32 et BCE/2009/7 (modifiant le règlement BCE/2001/18).

S'agissant des échéances à plus long terme et des périodes de fixation de taux plus longues, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts à long terme des ménages et des sociétés non financières ont diminué en décembre. De façon plus détaillée, ils ont fléchi de 12 points de base, à 1,9 %, dans le cas des ménages et de 10 points de base, à 1,6 %, dans celui des sociétés non financières. Les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement assortis d'une période de fixation du taux longue sont demeurés inchangés en décembre, à 3,2 %. Les taux appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières et assortis d'une période de fixation du taux longue ont diminué de 10 points de base, à 3,3 %, et de 7 points de base, à 3,0 %, pour les prêts de montant élevé (cf. graphique 18). Par conséquent, l'écart entre les taux appliqués aux prêts de faible montant assortis d'une période de fixation du taux longue et ceux appliqués aux prêts de montant élevé s'est légèrement resserré, à 31 points de base, en décembre. Les rendements des emprunts publics à sept ans notés AAA ayant augmenté de 27 points de base en décembre, à 1,6 %, les écarts entre les taux débiteurs dont la période de fixation est longue et ces rendements se sont resserrés dans le cas des prêts au logement (de 27 points de base) et dans celui des prêts de faible montant et de montant élevé consentis aux sociétés non financières (de 37 et 34 points de base, respectivement).

Dans l'ensemble, en 2013, l'écart entre les taux débiteurs assortis d'une période de fixation longue et les rendements des emprunts publics à sept ans notés AAA a diminué, essentiellement sur la période comprise entre mai et décembre, revenant à 170 et 140 points de base, respectivement, dans le cas des prêts de faible montant et de montant élevé aux sociétés non financières, et à 160 points de base dans celui des prêts au logement. Par rapport aux niveaux atteints en 2012, le plus fort resserrement des écarts a concerné les prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières.

2.6 MARCHÉS BOURSINIERS

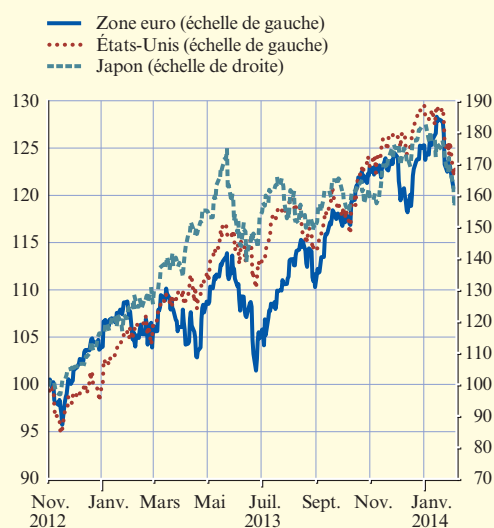
Entre fin 2013 et le 5 février 2014, les cours boursiers ont reculé de quelque 4 % dans la zone euro et de 5 % environ aux États-Unis. Les évolutions des marchés boursiers ont été principalement affectées par des publications de données économiques en demi-teinte et des tensions sur plusieurs marchés émergents. L'incertitude globale sur les marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, s'est accrue tant dans la zone euro qu'aux États-Unis.

Entre fin 2013 et le 5 février 2014, les cours des actions ont baissé sur les trois principaux marchés. Dans la zone euro, les cours boursiers, mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, ont reculé de quelque 4 %. Sur la même période, les cours boursiers aux États-Unis, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont diminué de 5 % environ. Au Japon, les cours des actions, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont enregistré une baisse de quelque 13 % (cf. graphique 19).

Au cours de la première quinzaine de janvier, les cours des actions ont légèrement augmenté dans la zone euro, tandis qu'ils demeuraient globalement stables aux États-Unis. Durant la seconde quinzaine du mois et début février, les indices boursiers de la zone euro, ainsi que d'autres indices boursiers importants, se sont inscrits en baisse. Ces évolutions reflètent essentiellement des publications de données économiques en demi-teinte et les tensions observées sur plusieurs marchés émergents.

Le recul des cours des actions dans la zone euro a concerné tous les secteurs, à l'exception des services collectifs et du secteur financier. Les cours des valeurs financières sont demeurés globalement stables, tandis que ceux des valeurs non financières ont globalement baissé de 4 %, le secteur de la technologie accusant le plus fort retard en termes de performances. Aux États-Unis, le recul des

Graphique 19 Indices boursiers

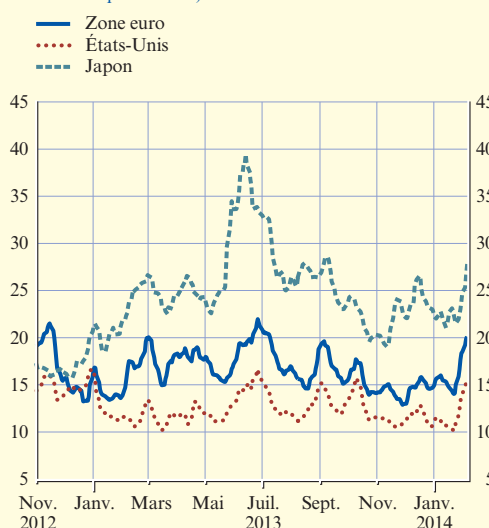
(indice : 1^{er} novembre 2012 = 100 ; données quotidiennes)

Source : Thomson Reuters

Note : Indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, indice Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et indice Nikkei 225 pour le Japon

Graphique 20 Volatilité implicite des marchés boursiers

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes)



Source : Bloomberg

Notes : Les séries de volatilité implicite représentent l'écart-type attendu de la variation en pourcentage des cours des actions, sur une période n'excédant pas trois mois, ressortant des prix des options indicelles. Les indices boursiers auxquels ont trait les volatilités implicites sont le Dow Jones EuroStoxx 50 pour la zone euro, le Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et le Nikkei 225 pour le Japon.

cours boursiers a été globalement comparable d'un secteur à l'autre, à l'exception des secteurs de la santé et des services collectifs pour lesquels les cours sont restés globalement inchangés. Au Japon, les baisses de cours ont également concerné l'ensemble des secteurs, tout en étant particulièrement prononcées pour les valeurs financières.

L'incertitude sur les marchés boursiers de la zone euro, mesurée par la volatilité implicite, s'est accrue, passant de quelque 15 % fin 2013 à 21 % environ le 5 février 2014 (cf. graphique 20). Aux États-Unis, elle est passée de 12 % environ à quelque 16 % sur la même période. La volatilité implicite s'est également légèrement accrue au Japon, demeurant relativement élevée par rapport aux années précédentes.

Encadré 5

LES COMPTES INTÉGRÉS DE LA ZONE EURO AU TROISIÈME TRIMESTRE 2013 ¹

Les comptes intégrés de la zone euro publiés le 28 janvier 2014, qui couvrent les données jusqu'au troisième trimestre 2013, fournissent une information complète sur les revenus, les dépenses, le financement et les choix de portefeuille des secteurs institutionnels de la zone. L'excédent extérieur de la zone euro a atteint un record historique au troisième trimestre 2013, reflétant essentiellement la faiblesse de la demande intérieure. La croissance du revenu nominal des ménages s'est fortement accélérée, contribuant à stabiliser le revenu réel. Leur taux d'épargne

¹ De plus amples détails sont disponibles sur le site internet de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>)

est resté proche des niveaux historiquement bas, tandis que la contraction de l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est à nouveau modérée. Les sociétés non financières (SNF) ont conservé une capacité nette de financement, une situation inhabituelle pour elles. Les bénéfices non distribués ont augmenté à un rythme lent et la formation de capital s'est légèrement accrue, la reconstitution des stocks compensant largement le recul moins prononcé de la formation de capital fixe. Les taux de marge sont demeurés à des niveaux très faibles. Le déficit des administrations publiques est resté stable, mais s'est inscrit en légère baisse si l'on exclut les transferts en capital vers le secteur bancaire. S'agissant des évolutions de l'endettement, les ratios de dette publique sont demeurés élevés pour tous les secteurs de la zone euro, malgré un léger fléchissement. Toutefois, la situation apparaît plus favorable lorsque le levier d'endettement, qui est une autre mesure de l'endettement, est utilisé. Le processus de forte réduction du levier d'endettement des SNF a

repris au troisième trimestre. Les ratios de fonds propres des sociétés financières ont à nouveau augmenté, pour s'établir à des niveaux très élevés. Le patrimoine net des ménages a progressé en glissement annuel, l'épargne nette et les plus-values sur actions ayant plus que compensé la baisse des prix de l'immobilier.

Le revenu et la capacité nette ou le besoin net de financement de la zone euro

Au troisième trimestre 2013, le taux de croissance annuel du revenu disponible des ménages dans la zone euro s'est de nouveau inscrit en hausse (à 1 % sur un an), reflétant le redressement de la croissance du PIB en volume. Le revenu des ménages a été le principal bénéficiaire de cette accélération (cf. graphique A).

La consommation de la zone euro ayant progressé pratiquement au même rythme que le revenu, l'épargne brute de la zone euro a de nouveau augmenté très lentement au troisième trimestre 2013. Le taux d'épargne des ménages s'est légèrement redressé par rapport à des niveaux historiquement bas et les SNF ont un peu accru leurs bénéfices non distribués. Les administrations publiques ont cessé de réduire leur désépargne. Le rythme de baisse de la formation de capital fixe des SNF et des ménages dans la zone euro s'est encore atténué en glissement annuel au troisième trimestre, pour s'établir à -1,6 % et -1,1 %, respectivement, après -2,9 % et -2,1 % au trimestre précédent, tandis que la formation de capital fixe des administrations publiques est redevenue positive (+0,6 %). Le mouvement de reconstitution des stocks a repris de façon modérée au troisième trimestre, la formation de capital dans la zone euro demeurant ainsi inchangée en rythme annuel.

Étant donné la stabilité globale de la formation de capital dans la zone euro et la faible augmentation de l'épargne, la capacité nette de financement s'est stabilisée au troisième trimestre, ressortant à 2 % du PIB en cumul sur quatre trimestres, soit le niveau agrégé le plus élevé

Graphique A Revenu disponible brut de la zone euro : contribution par secteurs

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



Sources : Eurostat et BCE

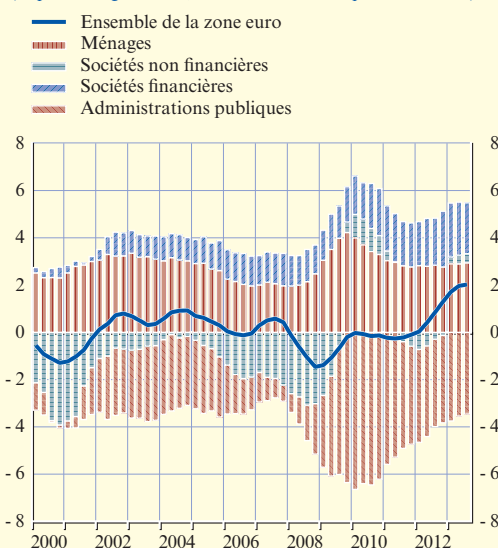
enregistré depuis 1970 pour les pays constituant la zone euro. Cette stabilisation résulte d'une nouvelle amélioration des exportations nettes contrebalancée par une baisse des revenus nets de la propriété. D'un point de vue sectoriel, elle reflète des soldes par secteurs pratiquement inchangés (cf. graphique B). Les SNF continuent d'afficher une capacité nette de financement, une situation inhabituelle pour elles. L'absence de nouvelle réduction du déficit des administrations publiques reflète dans une large mesure d'importants transferts en capital vers le secteur bancaire, qui ont entraîné une augmentation de la capacité nette de financement des sociétés financières. En ce qui concerne le financement, les flux transfrontières sont restés faibles, les non-résidents continuant de privilégier les dépôts au détriment des titres de créance et des actions au troisième trimestre.

Le comportement des secteurs institutionnels

La progression du revenu nominal des ménages s'est nettement accélérée au troisième trimestre 2013 (de 1,1 % en rythme annuel, après 0,1 % au deuxième trimestre), en raison d'un rebond des revenus nets de la propriété et d'une accélération de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte et, dans une moindre mesure, de la rémunération des salariés (cf. graphique C). La pression fiscale (transferts nets des ménages avec les administrations publiques) a continué de peser sur la croissance annuelle du revenu au troisième trimestre, la réduisant de 0,2 point de pourcentage. Dans un contexte d'atonie de la dynamique des prix, le recul du revenu réel s'est pratiquement interrompu (après avoir atteint un point bas à -2,4 % au quatrième trimestre 2012). La consommation nominale ayant augmenté un peu plus lentement que le revenu, le taux d'épargne des ménages a légèrement progressé après avoir atteint un niveau historiquement bas, pour s'établir à 13,1 % en données corrigées des variations saisonnières au troisième trimestre (cf. graphique D). Le rythme de contraction de l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est de nouveau modéré, entraînant une légère hausse de la capacité nette de financement des ménages en cumul sur quatre trimestres. La croissance du financement des ménages est demeurée à des niveaux très bas, le recours au crédit bancaire restant faible. En ce qui concerne les actifs, les

Graphique B Capacité nette ou besoin net de financement de la zone euro

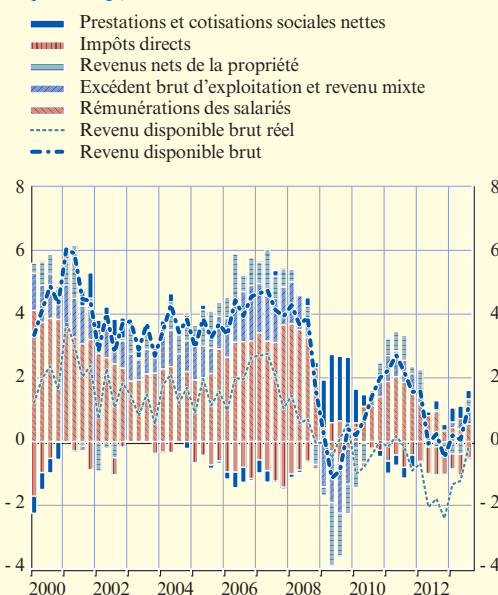
(en pourcentage du PIB ; sommes mobiles sur quatre trimestres)



Sources : Eurostat et BCE

Graphique C Revenu disponible brut nominal des ménages

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

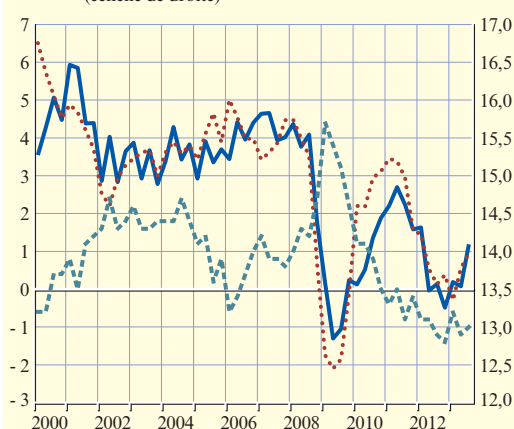


Sources : Eurostat et BCE

Graphique D Revenu, consommation et taux d'épargne des ménages

(variations annuelles en pourcentage ; en pourcentage du revenu disponible brut ; données CVS)

- Croissance du revenu (échelle de gauche)
- Croissance nominale de la consommation (échelle de gauche)
- - - Taux d'épargne – corrigé des variations saisonnières (échelle de droite)

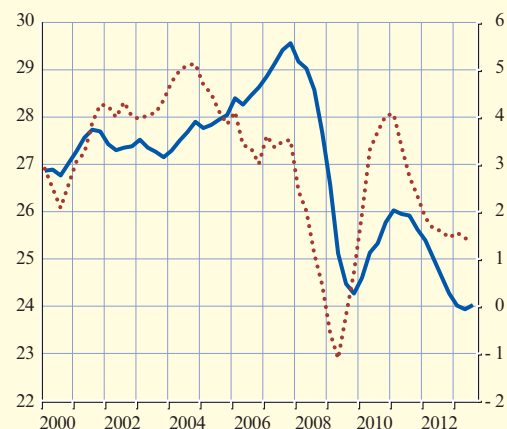


Sources : Eurostat et BCE

Graphique E Taux de marge des sociétés non financières

(en pourcentage ; moyennes mobiles sur quatre trimestres)

- Ratio de l'excédent net d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée (échelle de gauche)
- Ratio des bénéfices non distribués rapportés à la valeur ajoutée (échelle de droite)



Sources : Eurostat et BCE

ménages ont continué de réorienter leurs portefeuilles vers les dépôts bancaires, les réserves techniques d'assurance et les titres d'OPCVM, au détriment des titres de créance. Le ratio d'endettement des ménages a fléchi, tout comme leur ratio de levier d'endettement, leur patrimoine net s'étant quelque peu redressé, en rythme annuel, reflétant une épargne nette et des plus-values sur actions globalement supérieures aux moins-values sur l'immobilier résidentiel (cf. graphique H).

La croissance de l'excédent brut d'exploitation des SNF a poursuivi son accélération au troisième trimestre, à 2,4 % en rythme annuel, le redressement de la valeur ajoutée ayant été plus rapide que celui des salaires. Les taux de marge des entreprises, mesurés par l'excédent net d'exploitation (c'est-à-dire net de la consommation de capital fixe)² rapporté à la valeur ajoutée, sont demeurés au point bas enregistré au premier trimestre 2013, soit 1 point de pourcentage en deçà du creux atteint après la faillite de Lehman Brothers (en cumul sur quatre trimestres ; cf. graphique E). Dans le même temps, un certain nombre de facteurs, notamment des intérêts nets versés faibles (et en baisse) et des dividendes nets versés relativement modeste (mais en hausse), ont à nouveau contribué à maintenir l'épargne des SNF (bénéfices non distribués) à des niveaux assez élevés. Le rythme de réduction des dépenses en capital fixe s'est légèrement ralenti, revenant à -2,1 % en rythme annuel, l'investissement des SNF, exprimé en pourcentage de la valeur ajoutée, demeurant proche de son point bas historique. Dans le même temps, les entreprises ayant quelque peu reconstitué leurs stocks en données corrigées des variations saisonnières au troisième trimestre, ce qui indique peut-être une inversion du cycle des stocks, la formation de capital des SNF a légèrement augmenté en rythme annuel. Les SNF ont conservé leur capacité nette de financement atypique (cf. graphique B). En compensation de la contraction des prêts bancaires (-145 milliards d'euros sur quatre trimestres, en termes nets), les SNF ont continué de lever des fonds sur le marché

² Lorsqu'on mesure la rentabilité des entreprises sur la base des données tirées des comptes nationaux, il faut privilégier l'excédent net plutôt que l'excédent brut d'exploitation, car la consommation de capital fixe (c'est-à-dire l'amortissement des immobilisations corporelles sur plusieurs années) doit être retranchée. La consommation de capital fixe représentant un coût fixe pour l'entreprise, elle tend à évoluer de manière exogène et régulière sur l'ensemble du cycle d'activité. Par conséquent, la mesure des bénéfices nets tend à être plus sensible au cycle d'activité que celles des bénéfices bruts.

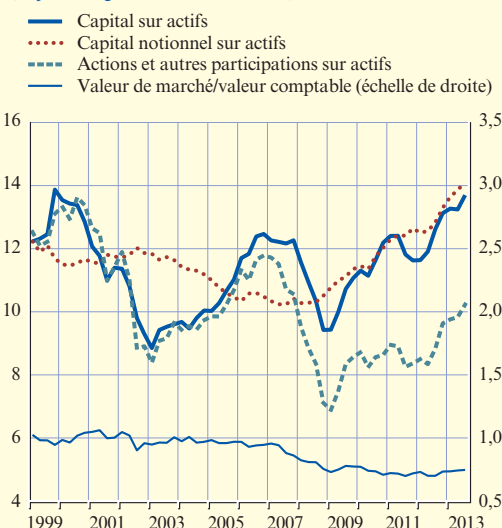
obligataire (89 milliards d'euros) et sur le marché des actions (20 milliards d'euros) et d'emprunter activement auprès d'autres sociétés financières (119 milliards d'euros, reflétant en grande partie les émissions d'obligations d'entreprises *via* des conduits, mais également dans une large mesure, des opérations ponctuelles liées à la restructuration bancaire en Espagne). L'activité de prêts interentreprises, qui recouvrent les prêts consentis par d'autres SNF et l'essentiel des crédits commerciaux (qui sont importants pour les petites et moyennes entreprises subissant des contraintes de financement), est demeurée atone au troisième trimestre. Les SNF ont continué d'accroître leurs coussins de liquidité (à 2 700 milliards d'euros). L'important processus de réduction du levier d'endettement s'est poursuivi, favorisé par les plus-values sur actions réalisées par les SNF (cf. graphique G).

Le déficit des administrations publiques est resté stable au troisième trimestre (3,5 % du PIB en cumul sur quatre trimestres), mais s'est inscrit en légère baisse si l'on exclut les importantes recapitalisations bancaires (0,6 % du PIB). La croissance des recettes s'est ralentie. Hors transferts en capital, les dépenses des administrations publiques se sont inscrites en légère hausse, à 2,4 % en termes nominaux. Si la progression de la rémunération des salariés est demeurée limitée (0,3 % en rythme annuel), la croissance des autres composantes des dépenses courantes a été nettement plus prononcée. Les dépenses d'investissement se sont légèrement accrues, enregistrant leur première variation positive en glissement annuel depuis le troisième trimestre 2009. Les émissions de titres de créance ont continué de financer des déficits élevés ainsi que des achats nets d'actifs financiers toujours importants, quoique orientés à la baisse.

Au troisième trimestre 2013, le revenu disponible des sociétés financières a continué de diminuer, bien que plus lentement, en rythme annuel, la valeur ajoutée et les intérêts nets perçus (cumulés) ayant continué de se contracter et les paiements d'impôts s'étant inscrits en hausse. Dans ce contexte, l'importante capacité nette de financement des sociétés financières s'est quelque peu modérée en cumul sur quatre trimestres, en dépit d'importants transferts en capital reçus des administrations publiques au cours de l'année. Les actifs nets des sociétés financières à leur valeur de marché (une mesure agrégée de leurs fonds propres) ont augmenté, sous l'effet de plus-values, de bénéfices nets non distribués toujours importants (36 milliards d'euros au troisième trimestre) et de transferts en capital reçus. Les émissions d'actions sont restées faibles, reflétant également les désinvestissements importants au titre des entités *ad hoc*. Les ratios de fonds propres des sociétés financières sont actuellement particulièrement élevés (cf. graphique F). La valeur boursière des sociétés financières s'est accrue de façon plus prononcée que la valeur de marché de leurs actifs nets, tout en demeurant nettement inférieure à celle-ci, ce qui reflète la méfiance persistante des marchés. La croissance des placements financiers des sociétés financières s'est ralentie, pour atteindre des niveaux très faibles sur une base consolidée.

Graphique F Ratios de fonds propres des institutions financières hors OPCVM

(en pourcentage du total des actifs ; ratio)

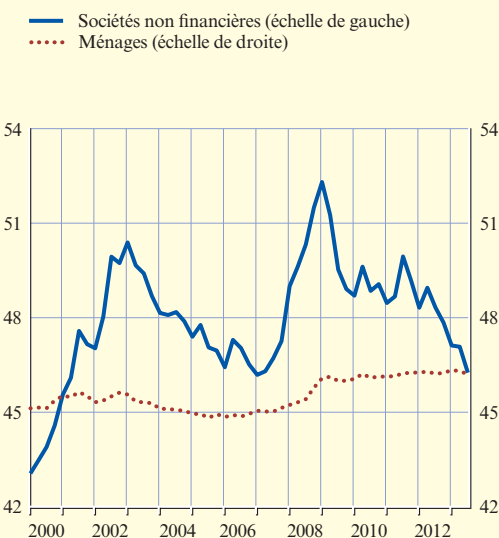


Sources : Eurostat et BCE

Notes : Dans le graphique, « actions et autres participations » s'entend hors OPCVM. « Capital » se définit comme la différence entre les actifs et passifs financiers hors actions et autres participations. L'ensemble des actifs et des passifs sont valorisés en valeur de marché. Le ratio « Capital notionnel sur actifs » se calcule sur la base du cumul des transactions en capital et sur actifs, c'est-à-dire hors variations des prix des actifs et des passifs.

Graphique G Levier d'endettement par secteur

(en pourcentage des actifs)

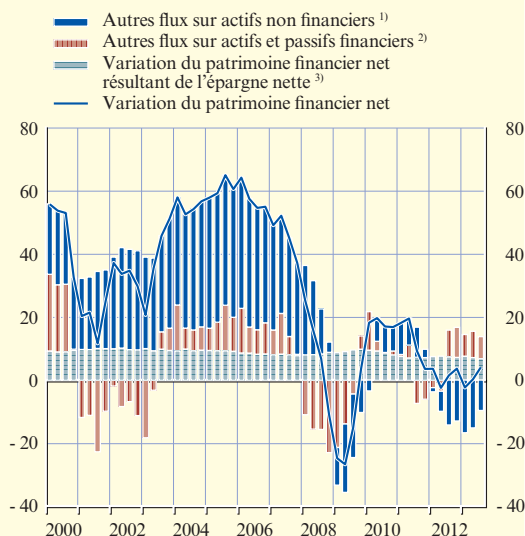


Sources : Eurostat et BCE

Notes : Calculé comme le ratio du total des passifs rapporté au total des actifs. Le total des actifs comprend tous les actifs financiers et la plupart des actifs non financiers.

Graphique H Variation du patrimoine financier net des ménages

(sommes mobiles sur quatre trimestres ; en pourcentage du revenu disponible brut)



Sources : Eurostat et BCE

Notes : Les données relatives aux actifs non financiers sont des estimations de la BCE.

1) Principalement les plus-values et moins-values sur l'immobilier et les terrains

2) Principalement les plus-values et moins-values sur les actions et autres participations

3) Ce poste recouvre l'épargne nette, les transferts nets en capital reçus et la différence entre les comptes financiers et non financiers.

Les évolutions des bilans

Sous l'effet des évolutions de l'endettement, les ratios de dette publique ont continué de fléchir très lentement dans l'ensemble des secteurs, demeurant cependant à des niveaux élevés. Le tableau est toutefois plus favorable si l'on examine le levier d'endettement, qui est une autre mesure de l'endettement : le ratio de dette par rapport aux actifs (y compris les actifs non financiers) s'est replié dans l'ensemble des quatre secteurs (SNF, sociétés financières, ménages et administrations publiques) au troisième trimestre 2013, à des rythmes différents toutefois. La position extérieure³ de la zone euro s'est à nouveau améliorée, ressortant à - 19,3 % du PIB.

Le processus de forte diminution du levier d'endettement des SNF a repris au troisième trimestre, sous l'effet des plus-values sur actions (cf. graphique G). Le levier d'endettement des ménages a légèrement reculé après avoir atteint des niveaux élevés, le patrimoine net de ce secteur s'étant redressé, progressant, en rythme annuel, de l'équivalent de 4,1 % de leur revenu. L'incidence positive de l'épargne nette (6,8 % de leur revenu annuel au troisième trimestre 2013) et des plus-values (sur un an) sur leurs portefeuilles d'actifs financiers (7,0 % du revenu) a plus que compensé les importantes moins-values sur les actifs non financiers (logement), qui ont représenté 9,7 % du revenu (cf. graphique G). Le ratio de fonds propres notionnel des sociétés financières s'est à nouveau inscrit en hausse, pour s'établir à des niveaux très élevés (cf. graphique F).

³ La position extérieure mesure la position créditrice nette des résidents vis-à-vis des non-résidents (avoirs moins engagements, y compris les actions).

3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,7 % en janvier 2014, après 0,8 % en décembre 2013. Cette baisse est essentiellement imputable aux évolutions des prix de l'énergie. Dans le même temps, le taux d'inflation constaté en janvier 2014 a été plus faible que généralement prévu. Sur la base des informations disponibles et des cours actuels des contrats à terme sur l'énergie, la hausse annuelle de l'IPCH devrait rester proche de ses niveaux actuels au cours des prochains mois. À moyen terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester contenues dans la zone euro. Les anticipations d'inflation à moyen et à long terme pour la zone euro continuent d'être solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %. Les risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pesant sur les perspectives d'évolution des prix demeurent limités et continuent d'être globalement équilibrés à moyen terme.

3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

Selon les dernières données, sur la base de l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 0,7 % en janvier 2014, après 0,8 % en décembre 2013. Ce recul du taux d'inflation global est imputable, en particulier, au fléchissement de la composante énergie (cf. tableau 7).

D'après un examen plus détaillé des principales composantes de l'IPCH, la contraction des prix de l'énergie dont le taux de variation est ressorti à -1,2 % en janvier 2014, après 0,0 % en décembre 2013, reflète dans une large mesure des effets de base, comme c'était le cas pour la hausse à 0,0 % en décembre, après un taux de variation annuel négatif de -1,1 % en novembre.

L'encadré 6 examine l'incidence des effets de base sur la trajectoire du taux annuel d'inflation en 2014. Selon les estimations, l'incidence cumulée de ces effets de base se traduira par une hausse de 0,5 point de pourcentage environ du taux annuel de l'IPCH pour la période allant de décembre 2013 à décembre 2014.

Tableau 7 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2012	2013	2013 Août	2013 Sept.	2013 Oct.	2013 Nov.	2013 Déc.	2014 Janv.
IPCH et composantes ¹⁾								
Indice global	2,5	1,4	1,3	1,1	0,7	0,9	0,8	0,7
Énergie	7,6	0,6	-0,3	-0,9	-1,7	-1,1	0,0	-1,2
Produits alimentaires	3,1	2,7	3,2	2,6	1,9	1,6	1,8	1,7
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	4,4	2,9	1,4	0,9	1,5	.
Produits alimentaires transformés	3,1	2,2	2,5	2,4	2,2	2,0	2,0	.
Produits manufacturés hors énergie	1,2	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2
Services	1,8	1,4	1,4	1,4	1,2	1,4	1,0	1,1
Autres indicateurs de prix ²⁾								
Prix à la production	2,8	-0,2	-0,9	-0,9	-1,3	-1,2	-0,8	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	86,6	81,7	82,6	83,0	80,0	80,0	80,8	78,8
Cours des matières premières hors énergie	0,5	-8,2	-12,9	-12,9	-12,2	-11,7	-11,4	-9,3

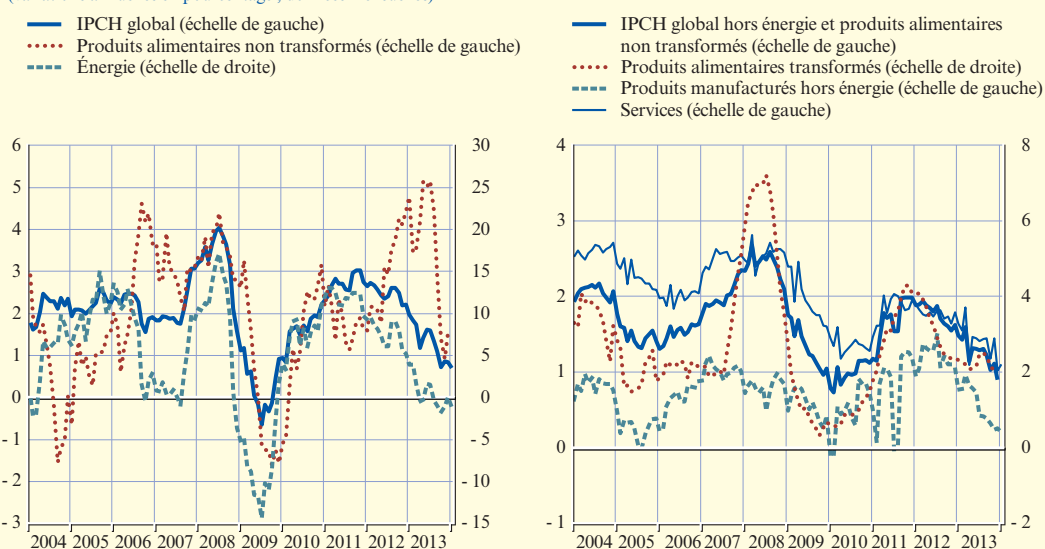
Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE à partir des données de Thomson Reuters

1) La hausse de l'IPCH et de ses composantes (hors produits alimentaires transformés et non transformés) en janvier 2014 correspond à une estimation rapide d'Eurostat.

2) Les données se rapportent à l'Euro 18.

Graphique 21 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat pour l'ensemble de la composante produits alimentaires, la hausse des prix des produits alimentaires transformés et non transformés est ressortie à 1,7 % en janvier 2014 après 1,8 % en décembre 2013. Aucune information officielle n'est encore disponible pour janvier s'agissant de la ventilation de la composante produits alimentaires. En décembre, la hausse des prix des produits alimentaires non transformés s'est inscrite à 1,5 % après 0,9 % en novembre, interrompant la tendance baissière qui avait débuté mi-2013. Cette hausse s'explique essentiellement par une forte augmentation du taux de variation annuel des prix des légumes, tandis que les prix des autres produits alimentaires non transformés (viandes, poissons et fruits) ont diminué légèrement ou sont restés stables. La hausse des prix des produits alimentaires transformés est demeurée inchangée à 2,0 % en décembre, cette stabilité masquant toutefois des évolutions divergentes des taux de croissance annuels de leurs sous-composantes. Contrairement aux produits alimentaires non transformés, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés est resté quasiment stable au cours de l'année écoulée.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (qui représentent 30 % environ du panier de biens et de services de l'IPCH) s'est établie à 0,8 % en janvier 2014, après 0,7 % en décembre 2013. Cette légère hausse s'explique probablement par une répercussion plus limitée que prévu des relèvements de la fiscalité indirecte. Selon l'estimation, la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie est revenue à 0,2 % en janvier 2014, contre 0,3 % en décembre 2013 et, sur la même période, la hausse des prix des services est passée à 1,1 %, après 1,0 %. Au cours des derniers mois, les taux de variation annuels des prix des produits manufacturés hors énergie et des services ont oscillé à de faibles niveaux dans une perspective historique. Ces évolutions reflètent le décalage de la réaction des prix à la faiblesse conjoncturelle de l'économie de la zone euro, mais peut-être aussi le fait que les relèvements récents de TVA dans certains pays se soient peu répercutés sur les prix.

Encadré 6

EFFETS DE BASE LIÉS AUX COMPOSANTES VOLATILES DE L'IPCH ET LEUR INCIDENCE SUR LA HAUSSE DE L'IPCH EN 2014

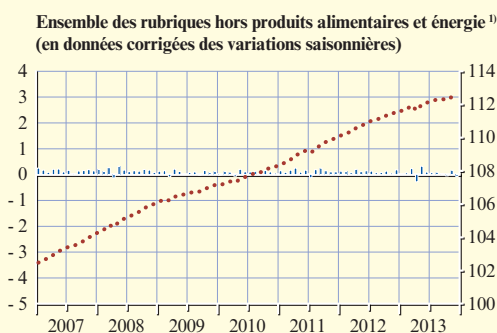
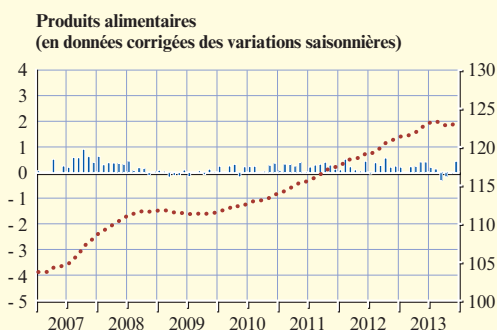
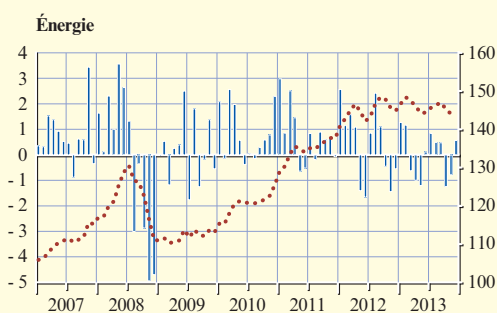
Les composantes énergie et produits alimentaires sont les composantes les plus volatiles du panier de biens et services utilisé pour le calcul de l'IPCH, leurs prix réagissant rapidement et fortement aux évolutions des cours des matières premières et aux autres chocs d'offre. En effet, au-delà de toute saisonnalité régulière, la volatilité des variations des prix de l'énergie en rythme mensuel, mesurée par l'écart-type, est quinze fois supérieure à celle de toutes les autres rubriques hors produits alimentaires et énergie, alors que pour les prix des produits alimentaires, elle est deux fois plus importante (cf. graphique A). Le présent encadré examine l'incidence que sont susceptibles d'exercer, *via* des effets de base, les variations des prix de l'énergie et des produits alimentaires observées en 2013 sur le profil d'évolution de l'IPCH en 2014.

Les effets de base se produisent lorsque les variations du taux de croissance annuel d'un indicateur économique, dans le cas présent l'IPCH, résultent d'un mouvement atypique de cet indicateur survenu douze mois auparavant, en raison, par exemple, d'importantes modifications des prix des matières premières¹. Plus spécifiquement, ces effets expliquent dans quelle mesure la variation d'un mois sur l'autre du taux annuel d'inflation résulte de « l'élimination » de l'indice des prix d'une évolution mensuelle inhabituelle intervenue douze mois auparavant. Lorsqu'on analyse les évolutions du taux d'inflation annuel, il est important d'opérer une distinction entre les effets de ces évolutions mensuelles atypiques intervenues douze mois auparavant et les évolutions du mois précédent (c'est-à-dire les mouvements effectifs d'un mois sur l'autre).

Graphique A Composantes de l'IPCH

(variations mensuelles en pourcentage ; indice : 2005 = 100)

— Variations mensuelles (échelle de gauche)
 Niveau de l'indice (échelle de droite)



Sources : Eurostat et calculs BCE

1) Incluant les composantes services et produits manufacturés hors énergie de l'IPCH.

1 Techniquement, on peut définir l'effet de base comme la contribution à la variation du taux annuel d'inflation lors d'un mois particulier de l'écart du taux mensuel de variation lors du mois de référence (le même mois un an plus tôt) par rapport au profil d'évolution saisonnier standard ou habituel, en tenant compte des variations saisonnières. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Le rôle des effets de base dans le profil d'évolution de l'IPCH* et les références y figurant du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

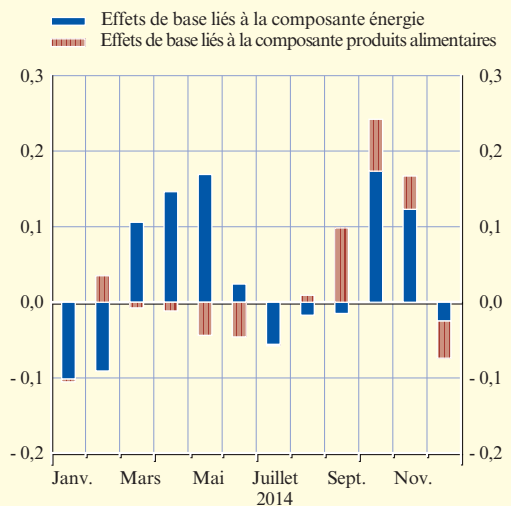
Le graphique B présente la contribution estimée des effets de base liés aux composantes énergie et produits alimentaires de l'IPCH à la variation d'un mois sur l'autre de l'inflation annuelle sur la période comprise entre janvier et décembre 2014². La contribution estimée des effets de base liés aux prix de l'énergie devrait être négative au cours des deux premiers mois de l'année, avant de devenir positive et de le demeurer sur la presque totalité du reste de l'année. Les effets de base liés aux prix des produits alimentaires devraient être nettement plus modestes que ceux découlant des prix de l'énergie, à l'exception des effets de base haussiers relativement plus importants qui se matérialiseront en septembre et en octobre 2014, reflétant la baisse prononcée des prix des fruits et légumes observée un an auparavant. En termes absolus, l'incidence moyenne des effets de base est légèrement moins élevée pour 2014 que pour les deux années précédentes et s'inscrit en deçà de la moyenne enregistrée depuis 1999.

Le graphique C fait apparaître l'incidence cumulée des effets de base sur les variations des taux de croissance annuels de l'IPCH sur la période de douze mois débutant en décembre 2013. Selon les estimations, l'incidence haussière cumulée de ces effets de base devrait représenter 0,5 point de pourcentage environ de la croissance annuelle de l'IPCH sur la période comprise entre décembre 2013 et décembre 2014. Cette situation reflètera essentiellement la contribution des effets de base relatifs aux prix de l'énergie, ceux liés aux prix des produits alimentaires demeurant modestes en termes absolus. L'incidence des effets de base en 2014 est prise en compte dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE relatives au niveau et au profil général d'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH au cours de l'année.

Globalement, les effets de base haussiers découlant des évolutions passées des prix de

Graphiques B Contribution des effets de base liés aux composantes énergie et produits alimentaires à la variation mensuelle de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH en 2014

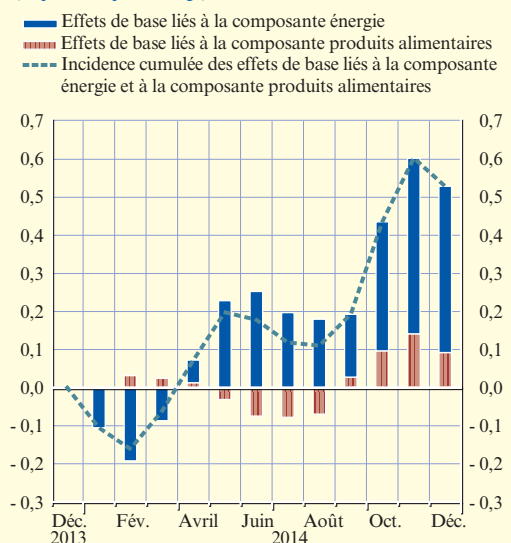
(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs BCE

Graphiques C Incidence cumulée des effets de base liés aux composantes énergie et produits alimentaires en 2014

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs BCE

² Il n'est pas aisé d'identifier et d'estimer les effets de base. Définir un effet de base comme découlant d'influences atypiques affectant l'indice des prix observé 12 mois plus tôt implique de calculer l'écart du taux de variation mensuel sur la période de base par rapport à son profil habituel d'évolution. Il n'existe pas de solution faisant l'unanimité pour identifier ces influences atypiques sur l'inflation. Aux fins du présent encadré, le profil habituel des variations mensuelles de l'IPCH est calculé pour chaque mois en ajoutant un effet saisonnier estimé à la variation mensuelle moyenne observée depuis janvier 1995.

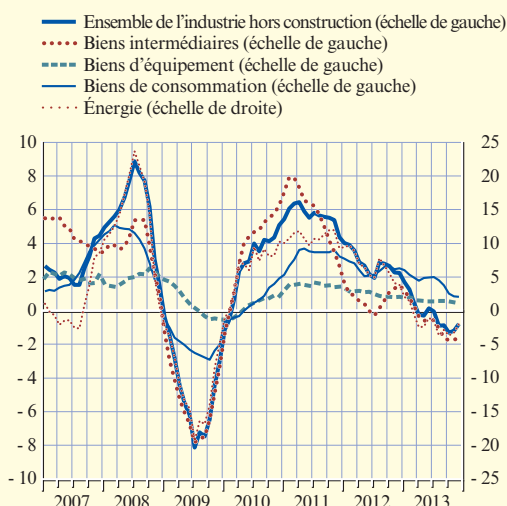
l'énergie et des produits alimentaires sont l'un des facteurs qui détermineront le profil d'évolution de l'IPCH au cours des mois à venir. Les autres incidences mécaniques comprennent notamment celles qui sont associées aux évolutions de la fiscalité indirecte, qui tendent à accroître le niveau des prix de façon ponctuelle et sont par conséquent éliminées du taux d'inflation annuel après 12 mois. Dans l'hypothèse d'une répercussion intégrale et immédiate, ces modifications de la fiscalité indirecte opérées dans certains pays de la zone euro ont, par exemple, exercé une incidence haussière sur l'inflation mesurée par l'IPCH, à hauteur de 0,3 point de pourcentage en moyenne en 2013. Ces hausses de la fiscalité indirecte joueront très probablement un rôle en 2014 également, s'ajoutant aux effets de base liés aux prix de l'énergie et des produits alimentaires. Sous l'effet des répercussions toujours à l'œuvre des mesures fiscales introduites en 2013 et de celles liées aux mesures annoncées pour 2014, l'incidence haussière mécanique pour 2014 devrait s'établir à 0,2 point de pourcentage en moyenne. Le taux de variation mensuel devrait, quant à lui, être légèrement plus élevé au cours des trois premiers trimestres de l'année que lors du dernier trimestre, du fait de l'élimination des effets de l'augmentation du taux de la taxe sur la valeur ajoutée en Italie en octobre 2013. Toutefois, ces incidences mécaniques devraient constituer un plafond, les incidences réelles dépendant, entre autres, des stratégies des entreprises en matière de fixation des prix et de la vigueur de la demande de consommation. Cela étant, au-delà de ces incidences mécaniques, les évolutions futures de l'inflation dépendront naturellement aussi d'autres facteurs, comme la vigueur de la demande des consommateurs et différentes pressions s'exerçant sur les coûts.

3.2 PRIX À LA PRODUCTION

La hausse des prix à la production dans l'industrie (hors construction) a continué d'évoluer en territoire négatif, s'établissant à -0,8 % en décembre 2013 après -1,2 % en novembre (cf. tableau 7 et graphique 22). Hors construction et énergie, le taux de variation annuel des prix à la production est resté stable à -0,3 % en décembre 2013.

Graphique 22 Ventilation des prix à la production

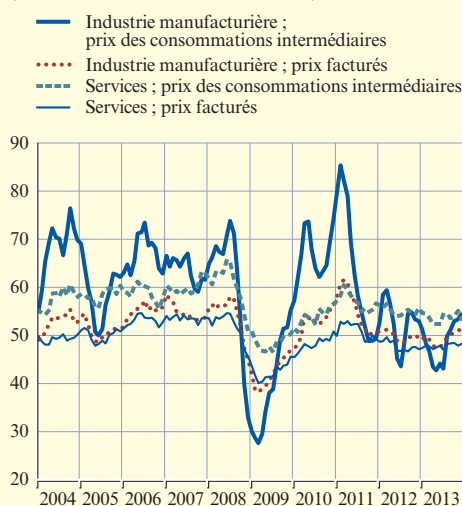
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
 Note : Les données se rapportent à l'Euro 18.

Graphique 23 Enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production

(indices de diffusion ; données mensuelles)



Source : Markit
 Note : Une valeur d'indice supérieure à 50 indique une hausse des prix, tandis qu'une valeur inférieure à 50 signale une baisse.

Les tensions en amont sur les prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie sont demeurées relativement stables, à des niveaux modérés cependant. Le taux de variation annuel des prix à la production des biens de consommation non alimentaires s'est légèrement accéléré, ressortant à 0,2 % en décembre contre 0,1 % en novembre, interrompant ainsi la précédente tendance baissière. Par ailleurs, confirmant le scénario de tensions modérées en amont, l'indice des directeurs d'achat relatif aux prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits non alimentaires (en moyenne mobile sur trois mois) a continué de se situer autour de sa moyenne historique en janvier 2014. En amont de la chaîne des prix, le taux annuel de variation de la composante biens intermédiaires de l'indice des prix à la production s'est stabilisé à -1,7 % en décembre, à un niveau légèrement supérieur au creux atteint en octobre. Les taux annuels de variation des prix des matières premières et du pétrole brut en euros ont encore diminué en janvier 2014 par rapport à décembre.

Les tensions en amont sur les prix à la consommation des produits alimentaires sont également restées stables, bien qu'à un niveau légèrement plus élevé que dans le cas des prix des produits manufacturés hors énergie. Le taux de variation annuel de la composante produits alimentaires des prix à la production est resté inchangé à 0,9 % en décembre, après des taux proches de 4 % début 2013. En janvier, l'enquête auprès des directeurs d'achat a fait état d'un nouveau recul des prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits alimentaires, à un niveau inférieur à leur moyenne de long terme pour la première fois depuis juillet 2013. En amont de la chaîne des prix, les tensions sur les prix à la consommation des produits alimentaires n'ont pas continué de s'atténuer, le taux de variation annuel des prix agricoles à la production dans l'UE et celui des cours internationaux des matières premières alimentaires exprimés en euros devenant moins négatifs.

Les données d'enquête les plus récentes confirment que les tensions en amont sur les prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie demeurent contenues et que celles sur les prix à la consommation des produits alimentaires transformés se modèrent. En ce qui concerne l'enquête auprès des directeurs d'achat (cf. graphique 23), l'indice des prix des consommations intermédiaires pour le secteur manufacturier a diminué, revenant de 54,4 en décembre 2013 à 52,2 en janvier 2014, tandis que l'indice des prix à la production est revenu de 51,2 à 50,8 au cours de la même période. Selon l'enquête de la Commission européenne, les anticipations relatives aux prix de vente pour l'ensemble de l'industrie sont demeurées globalement inchangées en janvier, à des niveaux inférieurs à la moyenne de long terme depuis 1999.

L'encadré 7 examine les nouveaux indicateurs relatifs aux prix de l'immobilier commercial, qui constituent une première étape vers un suivi de l'évolution de ces prix au sein de l'UE moins hétérogène qu'il ne l'a été jusqu'à présent.

Encadré 7

INDICATEURS EXPÉRIMENTAUX RELATIFS AUX PRIX DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL

L'immobilier commercial, qui fait partie du secteur de l'immobilier au sens large, correspond généralement aux biens à usage professionnel. Il recouvre les bureaux, les établissements de vente au détail (comme par exemple les restaurants, les centres commerciaux et les hôtels), les bâtiments industriels (entrepôts et usines) et l'immobilier résidentiel loué ou aménagé à des fins commerciales. Les indicateurs qui retracent l'évolution au fil du temps des prix de l'immobilier commercial servent à un grand nombre d'utilisateurs. Le marché de l'immobilier commercial joue

un rôle important dans l'économie réelle et également pour l'analyse de la stabilité financière, en raison essentiellement de l'ampleur des expositions des banques sur ce marché.

En novembre 2010, le FMI et le Conseil de stabilité financière, avec le soutien de l'*Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics*¹ ont donné une impulsion claire en faveur du développement de statistiques relatives aux indicateurs de prix de l'immobilier commercial. Par conséquent, le SEBC a pris des mesures pratiques afin d'élaborer des indicateurs relatifs aux prix de l'immobilier commercial dans l'UE. Le présent encadré décrit les premiers résultats obtenus avec des indicateurs expérimentaux publiés par la BCE, ainsi que la méthodologie utilisée.

Utilisations possibles des données

Les mesures des prix de l'immobilier commercial fournissent des informations précieuses pour la politique monétaire et pour l'analyse de la stabilité financière, reflétant le rôle que ces prix peuvent jouer dans le mécanisme de transmission monétaire et pour l'examen de la qualité des actifs figurant au bilan des banques.

Le rôle des prix de l'immobilier commercial dans le mécanisme de transmission est analogue à celui des autres prix d'actifs. Ils peuvent évoluer en fonction de modifications des conditions de financement et des anticipations induites par des décisions de politique monétaire. La variation de ces prix influe en tout premier lieu sur les décisions d'investissement des entreprises ainsi que sur leur santé financière, comme en témoignent leurs bilans, et par conséquent sur leurs conditions de financement.

On a observé que les prix de l'immobilier commercial étaient sujets à des phases successives d'envolée et de chute, et qu'ils pouvaient avoir un effet prononcé sur la production et sur la demande, ainsi qu'une incidence directe sur les bilans des institutions financières. Cette sensibilité aux phases d'envolée et de chute signifie que les évolutions des prix de l'immobilier commercial jouent un rôle primordial dans l'analyse de la stabilité financière. Ces évolutions comptent sans doute parmi les causes à l'origine des crises financières qui ont frappé les pays nordiques et les États-Unis au début des années quatre-vingt-dix, les économies asiatiques à la fin des années quatre-vingt-dix et, plus récemment, l'Irlande et l'Espagne dans le cadre de la crise financière mondiale qui a débuté en 2008. En effet, les prix de l'immobilier commercial ont connu des hausses plus marquées que ne le justifiaient les fondamentaux macroéconomiques, suivies de chutes brutales².

Premiers résultats

Le SEBC a développé des indicateurs expérimentaux relatifs aux prix de l'immobilier commercial, ainsi que des métadonnées pour garantir une utilisation appropriée des données. Ces indicateurs³, publiés pour la première fois dans le présent encadré, seront établis tous les trimestres, environ 65 jours après la fin de chaque trimestre. Les données relatives à la zone euro figurent dans le

1 Groupe composé de la Banque des règlements internationaux, de la Banque centrale européenne, de la Commission européenne (Eurostat), du Fonds monétaire international, de l'Organisation de coopération et de développement économiques, des Nations unies et de la Banque mondiale. Cf. http://www.principalglobalindicators.org/about_iag.aspx pour de plus amples informations.

2 Cf., par exemple, *Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures*, BCE, décembre 2008 ; M. Ball, C. Lizieri et B.S. MacGregor, *The Economics of Commercial Property Markets*, Routledge, 2008 ; P. Hilbers, Q. Lei et L. Zacho, *Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness*, IMF Working Papers n° 01/129, 2001 ; H. Zhu, *The importance of property markets for monetary policy and financial stability*, *BIS Papers*, n° 21, 2003 ; W. Wheaton, *Real Estate Cycles: Some Fundamentals*, *Real Estate Economics*, 27(2) ; P. Davis et H. Zhu, *Bank lending and commercial property cycles: some cross-country evidence*, *BIS Working Paper* n° 150, mars 2004 ; et P. Englund, *The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences*, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, n° 3, 2004.

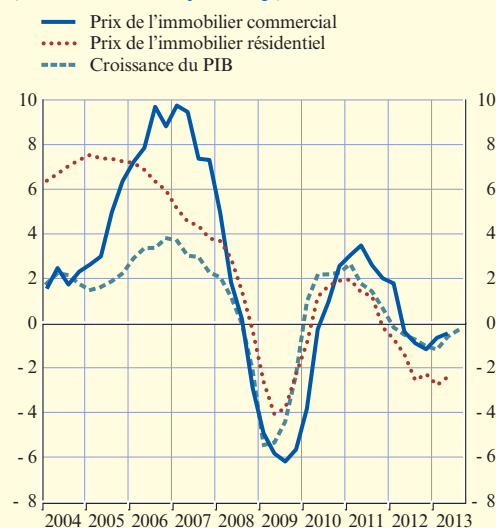
3 Disponibles dans le *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) du site internet de la BCE, à l'adresse suivante : <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003724>.

tableau 5.1.2 de la section statistique du présent *Bulletin mensuel* et seront également intégrées dans d'autres publications de la BCE, telles que la *Revue de stabilité financière*.

Le graphique retrace l'évolution à long terme des nouvelles données par rapport à l'estimation de la BCE relative aux prix de l'immobilier résidentiel et au PIB. Il convient de souligner tout particulièrement la forte hausse de l'indicateur des prix de l'immobilier commercial jusqu'au démarrage de la crise financière et la chute qui a immédiatement suivi. Au cours des dix dernières années, les prix de l'immobilier commercial dans la zone euro ont été plus sensibles à la conjoncture que ceux de l'immobilier résidentiel. En outre, ils ont été plus volatils, reflétant en partie le fait que les propriétaires de logements, davantage que les occupants de locaux commerciaux, restent dans leur bien, même si sa valeur diminue. Ces dernières années, les prix de l'immobilier commercial ont montré des signes de stabilisation, en liaison avec l'environnement macroéconomique au sens large, tandis que les prix de l'immobilier résidentiel ont continué d'enregistrer d'importantes baisses.

Prix de l'immobilier commercial et de l'immobilier résidentiel et croissance du PIB en volume dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE, estimations expérimentales de la BCE à partir des données de l'IPD et des données nationales, et Eurostat

Questions méthodologiques

D'après la méthodologie statistique classique, les indices de prix doivent être calculés en collectant les prix des transactions effectives portant sur les biens et services concernés et en comparant leur évolution, tout en procédant à des ajustements qui tiennent compte d'éventuelles modifications de la qualité du produit afin de comparer des informations comparables. Si les prix des transactions restent l'option privilégiée pour l'analyse de la stabilité des prix, ils posent néanmoins problème dans le cas des biens immobiliers commerciaux, qui sont rarement l'objet de transactions et tendent également à présenter une forte hétérogénéité du point de vue de l'utilisation, de la qualité et d'autres facteurs. Le nombre limité de transactions observées, en particulier dans les petits pays et en période de tensions financières ou économiques, complique la mesure de ces prix.

Compte tenu des difficultés que pose la collecte d'informations représentatives et comparables également sur la durée concernant les transactions, et par conséquent de la difficulté d'en tirer des données significatives en matière de prix, il est nécessaire d'examiner des sources d'information différentes ou complémentaires. Pour ce faire, le SEBC a réalisé un état des lieux afin de recenser les indicateurs dont l'UE dispose pour mesurer les prix de l'immobilier commercial. D'une manière générale, trois types de sources de données ont été identifiés, outre les données relatives aux transactions. Il s'agit notamment des valorisations officielles de biens immobiliers, de l'avis d'autres experts et des données provenant des marchés financiers.

- a) Les sources de données fondées sur la valorisation des biens. Les données de prix recensées pour les biens commerciaux correspondent en majorité à des indices fondés sur une valorisation des biens, les sources de ces données étant essentiellement des entités privées, telles que les agences

immobilières et d'autres sociétés de marché financier ou immobilières. Ces indices sont souvent élaborés aux fins d'évaluation des performances plutôt que pour la mesure des évolutions des prix au fil du temps. S'ils permettent d'obtenir une estimation de prix qui ne serait pas disponible autrement, ces indices donnent souvent lieu à des erreurs de valorisation et à des problèmes de lissage. En outre, le nombre d'actifs sous-jacents inclus dans l'échantillon est susceptible d'évoluer et une longueur insuffisante de la série de données peut gêner l'analyse.

- b) L'avis d'experts. Une autre approche consiste à demander à des professionnels du marché de l'immobilier (évaluateurs, architectes et gestionnaires de portefeuilles immobiliers, par exemple) de donner leur avis sur le prix d'un bien immobilier déterminé mais fictif. Cette méthode est utilisée pour certains des indices commerciaux les mieux connus mais présente les mêmes inconvénients que les mesures fondées sur la valorisation des biens. De plus, ces indices tendent à être concentrés sur le segment « *prime* » du marché. Cette approche présente l'avantage de fournir des estimations rapides.
- c) Les données provenant des marchés financiers. Dans plusieurs pays, il existe des fonds communs de placement ou d'autres véhicules financiers (comme les fonds de placement immobiliers) dont les actifs sous-jacents sont uniquement constitués de biens immobiliers commerciaux. Les mouvements au titre de ces fonds peuvent donc être utilisés pour déduire l'évolution des prix de l'immobilier commercial. Les actifs sous-jacents risquent, cependant, de ne pas être représentatifs de l'ensemble du marché et la variation de la valeur de l'actif financier peut être due non seulement à la modification des prix des biens commerciaux sous-jacents mais également à d'autres facteurs, tels que le levier d'endettement du fonds en question ou les mouvements de taux sur le marché monétaire. Toutefois, les données sont disponibles en temps réel.

Afin de compléter les sources officielles de données, le SEBC a étudié la possibilité d'obtenir des données par l'intermédiaire de fournisseurs privés. IPD est une société d'information commerciale qui fournit des données de marché et des analyses de performance à l'intention des propriétaires, investisseurs et gestionnaires de biens immobiliers commerciaux. En 2011, cette source a été retenue pour fournir à la BCE des indices trimestriels relatifs aux prix de l'immobilier commercial pour l'ensemble des biens immobiliers commerciaux détenus directement et pour les quatre principaux secteurs du marché (détail, bureaux, industriel et résidentiel). Afin d'éviter les doublons, les indices ne tiennent pas compte des données relatives aux intérêts détenus indirectement dans l'immobilier par le biais de véhicules d'investissement (fonds, fonds communs de placement, etc.), les actifs sur lesquels ces intérêts s'appuient étant normalement enregistrés séparément. Les données d'IPD sont un apport essentiel pour la série de données produite par le SEBC. La société IPD utilise deux méthodologies différentes pour estimer les prix de l'immobilier commercial à l'échelle nationale : une méthode fondée sur la valorisation et, lorsque les données requises sont disponibles, une méthode s'appuyant sur les transactions. La première utilise des données relatives à la valorisation professionnelle de bâtiments existants. Dans l'idéal, la valorisation de marché d'un bien immobilier correspond au prix sur lequel l'acquéreur et le vendeur s'accordent au terme d'un délai de négociation raisonnable, net des coûts à la charge de l'acquéreur (frais juridiques et taxes). Toutefois, ces valorisations peuvent différer du prix qui serait effectivement payé si la transaction avait véritablement lieu. Le calcul des indices de valorisation part de prix très détaillés au niveau des actifs, qui sont ensuite utilisés pour calculer des agrégats à l'échelle sectorielle et nationale.

Les données liées aux transactions utilisent les mêmes valorisations, mais les complètent avec des données disponibles concernant les transactions observées sur le marché au cours du trimestre concerné. Celles-ci sont déterminées en estimant le prix de vente des biens immobiliers

vendus en fonction de leur valorisation précédente à l'aide d'une régression linéaire. Les coefficients de régression associés aux valorisations servent ensuite à estimer le prix de vente hypothétique des biens non vendus au cours du trimestre.

Bien que l'approche fondée sur les transactions représente une amélioration significative par rapport à celle fondée sur les valorisations, on peut cependant émettre plusieurs réserves.

- Un nombre réduit de transactions peut influencer de manière significative sur la qualité statistique et la fiabilité des estimations fondées sur l'indicateur lié aux transactions. Le modèle d'estimation de base contient des vérifications pour déterminer si le nombre de transactions est suffisant pour produire les coefficients correspondants à l'aide de variables muettes relatives aux pays.
- L'investissement/désinvestissement de portefeuille peut poser problème dans l'interprétation des données, les variations de volume pouvant avoir un effet sur les prix enregistrés. Afin d'empêcher des ruptures structurelles induites par les variations en volume du portefeuille, l'échantillon demeure inchangé durant cinq trimestres consécutifs pour permettre l'élaboration de séries exprimées en variation annuelle en pourcentage.
- Un véritable indice trimestriel est nécessaire pour analyser rapidement les évolutions du marché de l'immobilier commercial. Bien que la série de données d'IPD contienne des données trimestrielles, les valorisations relatives aux pays pour lesquels elles ne sont pas disponibles sont obtenues par interpolation des données annuelles.
- Les gérants professionnels d'investissements au service d'investisseurs institutionnels vont probablement se concentrer sur le segment « *prime* » du marché de l'immobilier commercial, constitué pour l'essentiel de bâtiments modernes, situés à des emplacements très prisés. Il est donc peu probable que leurs données soient représentatives de l'ensemble du marché.
- Les données source utilisées actuellement ne tiennent pas compte des projets de construction en cours de développement. Cela peut être un inconvénient pour l'analyse de la stabilité financière, les données ne pouvant servir à évaluer le risque de crédit auquel doivent faire face les banques ayant des expositions sur les promoteurs en immobilier commercial.

Les séries de données de l'IPD actuellement utilisées pour construire les données de la BCE contiennent des séries trimestrielles de prix nationaux concernant la Belgique, l'Irlande, l'Espagne, la France, les Pays-Bas, l'Autriche, la Pologne, le Portugal, la Suède et le Royaume-Uni, certaines d'entre elles étant obtenues par interpolation de données annuelles. Plusieurs pays de l'UE possèdent d'autres données fondées dans une certaine mesure sur les transactions. Il s'agit du Danemark (données produites par l'institut national de statistiques), de l'Allemagne (tirées de bulwiengesa AG) et de l'Italie (produites par la Banque d'Italie). Ces sources sont utilisées pour les pays concernés.

S'agissant de la série de données du SEBC, les données privilégiées sont fournies par les instituts nationaux de statistiques ou d'autres sources ayant été approuvées par la banque centrale nationale du pays concerné. Lorsqu'elles ne sont pas disponibles, la BCE utilise les données d'IPD pour le calcul des agrégats relatifs à la zone euro et à l'UE. Les indices pour la zone euro et pour l'UE sont calculés à l'aide de pondérations du PIB nominal. Une moyenne mobile sur cinq ans des pondérations du PIB est appliquée à la variation annuelle en pourcentage des sources de données

choisies pour chaque pays disponible ⁴. On prend comme hypothèse que les pays qui ne sont couverts ni par les sources de données nationales ni par les données de l'IPD affichent la même évolution que la moyenne pondérée du PIB des pays pour lesquels des indicateurs relatifs aux prix de l'immobilier commercial ont pu être établis.

Le SEBC a l'intention de continuer à développer des indicateurs expérimentaux relatifs aux prix de l'immobilier commercial en remédiant aux limites évoquées précédemment. À cette fin, il a établi un programme de travail comportant des objectifs d'amélioration de la qualité au cours des prochaines années, aussi bien à l'échelle nationale que pour les données de l'IPD. Le programme de recherche statistique à moyen terme comprend :

- une recherche en cours d'autres sources de données pour les pays qui ne sont pas couverts actuellement par les données source disponibles, afin d'accroître la couverture des transactions effectives et de déterminer s'il est possible d'estimer des séries temporelles plus longues pour les pays pour lesquels des données existent ;
- le développement d'indicateurs liés, relatifs par exemple aux loyers et aux taux d'occupation ;
- des travaux visant à étudier s'il est possible d'intégrer dans l'indice des informations relatives aux biens en développement ou s'il est nécessaire d'établir un indicateur distinct.

Au cours des dernières années, les prix de l'immobilier se sont révélés être un indicateur pertinent à la fois pour la politique monétaire et pour la stabilité financière. À l'évidence, la mesure des prix de l'immobilier doit encore être améliorée pour renforcer leur utilité aux fins d'élaboration de la politique économique. Dans l'ensemble, les nouveaux indicateurs relatifs aux prix de l'immobilier commercial constituent une première étape vers un suivi des évolutions des prix de l'immobilier commercial au sein de l'UE moins hétérogène qu'il ne l'a été jusqu'à présent. De nouvelles évolutions méthodologiques sont attendues à moyen terme afin de répondre aux exigences encore non satisfaites en matière d'analyse.

4 Le seuil de couverture en termes de pondération du PIB pour le calcul des agrégats relatifs à la zone euro et à l'UE est de 70 %.

3.3 INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

Les tensions internes sur les prix provenant des coûts de main-d'œuvre sont restées modérées au cours des trois premiers trimestres de 2013 (cf. tableau 8 et graphique 24), conformément à l'atonie persistante des marchés du travail. Toutefois, le profil d'évolution relativement modéré des salaires dans la zone euro masque d'importantes divergences des évolutions salariales d'un pays à l'autre.

Tableau 8 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2011	2012	2012 T3	2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 T3
Salaires négociés	2,0	2,2	2,2	2,2	1,9	1,7	1,7
Indice des coûts horaires de main-d'œuvre	2,2	1,9	2,0	1,6	1,9	1,1	1,0
Rémunération par tête	2,2	1,8	2,0	1,5	1,7	1,6	1,6
<i>Pour mémoire :</i>							
Productivité du travail	1,4	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	0,4	0,5
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,8	1,9	2,1	1,8	1,8	1,2	1,1

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

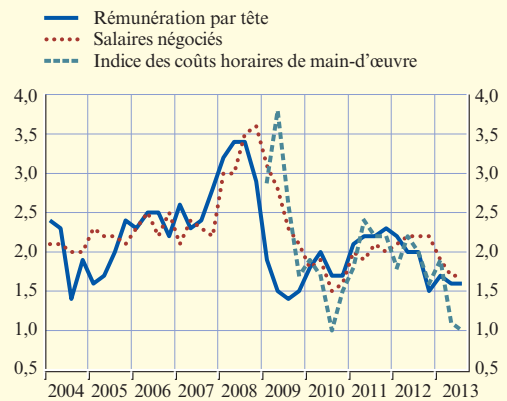
Note : Les données se rapportent à l'Euro 18.

Au niveau de l'ensemble de la zone euro, la dernière publication par Eurostat des comptes nationaux relatifs aux marchés du travail pour le troisième trimestre 2013 montre une progression annuelle de la rémunération par tête de 1,6 %, sans changement par rapport au trimestre précédent. Dans le même temps, la hausse annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est encore ralentie, revenant de 1,2 % au deuxième trimestre à 1,1 % au troisième trimestre.

Le taux de croissance annuel des coûts horaires de main-d'œuvre totaux a de nouveau fléchi au troisième trimestre, s'établissant à 1,0 % contre 1,1 % au deuxième trimestre, après avoir enregistré une baisse prononcée de 0,8 point de pourcentage entre le premier et le deuxième trimestre. Les salaires négociés dans la zone euro ont augmenté de 1,7 % en rythme annuel au troisième trimestre, sans changement par rapport au deuxième trimestre. Les données provisoires pour le quatrième trimestre font apparaître une stabilisation de la croissance des salaires négociés par rapport aux moyennes du second et du troisième trimestres. Globalement, les données les plus récemment publiées sur les indicateurs de coût de main-d'œuvre font état de la poursuite d'une croissance modérée de ces coûts.

Graphique 24 Sélection d'indicateurs de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



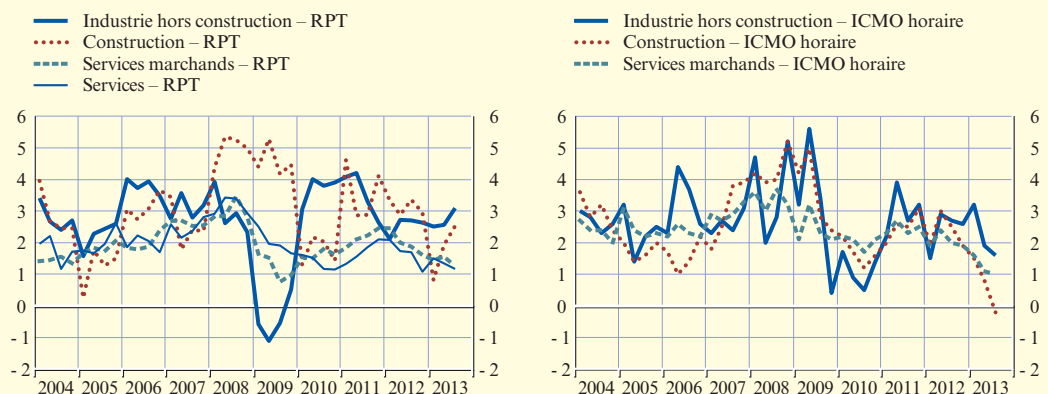
Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE
Note : Les données se rapportent à l'Euro 18.

3.4 PRÉVISIONS D'INFLATION

Sur la base des informations disponibles et des cours disponibles des contrats à terme sur l'énergie, l'inflation, en rythme annuel, devrait demeurer proche des niveaux actuels au cours des prochains mois. À moyen terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester faibles dans la zone euro. Les anticipations d'inflation à moyen et à long terme dans la zone continuent d'être solidement

Graphique 25 Évolutions des coûts de main-d'œuvre dans les principaux secteurs

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
Notes : Les données se rapportent à l'Euro 18. RPT : rémunération par tête ; ICMO : indice du coût de la main-d'œuvre

ancrées à un niveau compatible avec l'objectif de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Selon la dernière enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, les anticipations d'inflation sont sensiblement plus faibles que dans l'enquête précédente, s'établissant à 1,1 % pour 2014 et à 1,4 % pour 2015, soit une révision à la baisse de 0,4 et 0,2 point de pourcentage, respectivement (cf. encadré 8). En ce qui concerne les anticipations d'inflation à plus long terme, l'estimation ponctuelle moyenne s'est stabilisée à 1,9 %, en dépit d'un nouveau léger infléchissement au niveau de la deuxième décimale.

Les risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pesant sur les perspectives d'évolution des prix demeurent limités et continuent d'être globalement équilibrés à moyen terme.

Encadré 8

RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DU PREMIER TRIMESTRE 2014 AUPRÈS DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS

Cet encadré présente les résultats de la campagne d'enquête du premier trimestre 2014 auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) menée par la BCE entre le 16 et le 24 janvier 2014 et pour laquelle cinquante-trois réponses ont été reçues¹. Par rapport à la précédente campagne d'enquête, les résultats font apparaître des anticipations d'inflation nettement inférieures, à 1,1 % pour 2014 et 1,4 % pour 2015 (révisées à la baisse de 0,4 point de pourcentage et 0,2 point de pourcentage, respectivement). S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, l'estimation ponctuelle moyenne est demeurée à 1,9 %, quoique la deuxième décimale ait encore légèrement diminué. Les anticipations relatives à la croissance sont inchangées pour 2014 et 2015, impliquant un renforcement continu, mais progressif, du PIB en volume. Celles concernant le taux de chômage ont été révisées à la hausse pour 2015 et à plus long terme, mais le profil continue d'être orienté à la baisse.

Révision à la baisse des anticipations d'inflation pour 2014 et 2015

Les estimations ponctuelles moyennes de l'inflation pour 2014 et 2015 s'établissent à 1,1 % et 1,4 %, respectivement (cf. tableau). Les prévisions d'inflation pour 2016 de la dernière campagne d'enquête (les anticipations à un horizon de deux années civiles sont recueillies pour la première fois dans les enquêtes de janvier) s'inscrivent à 1,7 %, ce qui implique qu'une hausse progressive de l'inflation est attendue sur les trois années à venir. Les participants ont cité un moindre effet modérateur exercé par la demande intérieure comme le principal facteur à l'origine du regain attendu d'inflation.

Par rapport à la précédente campagne d'enquête, cette évolution représente une révision à la baisse de 0,4 point de pourcentage pour 2014 et de 0,2 point de pourcentage pour 2015. Les participants ont indiqué que les révisions à la baisse étaient dues, au moins en partie, à des surprises dans les données récentes. Plus généralement, les participants ont cité la baisse des prix des matières premières, l'appréciation de l'euro et la faiblesse de la situation économique et des marchés du travail comme les facteurs à l'origine de leurs révisions.

¹ Cette enquête interroge des experts attachés à des institutions financières ou non financières établies dans l'UE sur leurs anticipations relatives à l'inflation, à la croissance du PIB en volume et au chômage dans la zone euro. Les données sont disponibles sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : www.ecb.europa.eu/stats/prices/indiel/forecast/html/index.en.html

Résultats de l'EPP, des projections macroéconomiques de l'Eurosystème, du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

IPCH	Horizon temporel couvert			
	2014	2015	2016	Long terme ¹⁾
EPP T1 2014	1,1	1,4	1,7	1,9
<i>EPP précédente (T4 2013)</i>	<i>1,5</i>	<i>1,6</i>	–	<i>1,9</i>
Projections macroéconomiques de l'Eurosystème (décembre 2013)	1,1	1,3	–	–
Consensus économique (janvier 2014) ²⁾	1,1	1,4	–	1,9
Baromètre de la zone euro (janvier 2014)	1,1	1,4	1,8	1,8
Croissance du PIB en volume	2014	2015	2016	Long terme ¹⁾
EPP T1 2014	1,0	1,5	1,7	1,8
<i>EPP précédente (T4 2013)</i>	<i>1,0</i>	<i>1,5</i>	–	<i>1,7</i>
Projections macroéconomiques de l'Eurosystème (décembre 2013)	1,1	1,5	–	–
Consensus économique (janvier 2014) ²⁾	1,0	1,4	–	1,5
Baromètre de la zone euro (janvier 2014)	1,0	1,4	1,6	1,6
Taux de chômage ³⁾	2014	2015	2016	Long terme ¹⁾
EPP T1 2014	12,1	11,7	11,2	9,6
<i>EPP précédente (T4 2013)</i>	<i>12,1</i>	<i>11,6</i>	–	<i>9,5</i>
Projections macroéconomiques de l'Eurosystème (décembre 2013)	12,0	11,8	–	–
Consensus économique (janvier 2014)	12,2	11,9	–	–
Baromètre de la zone euro (janvier 2014)	12,1	11,8	11,7	10,9

1) Les anticipations à plus long terme se rapportent à 2018.

2) Les anticipations à plus long terme du Consensus économique ont été publiées en octobre 2013.

3) En pourcentage de la population active

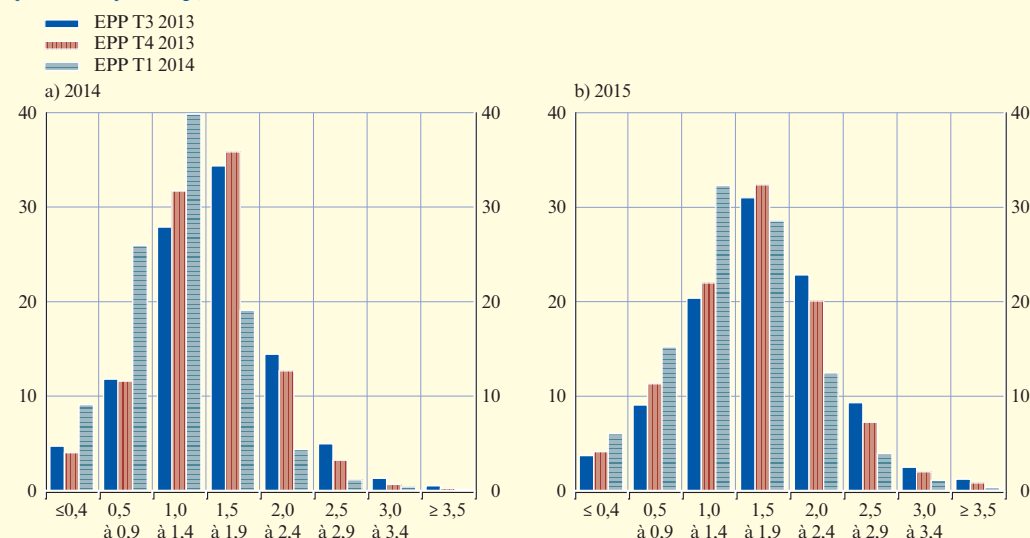
Les anticipations d'inflation ressortant de l'EPP pour 2014 sont conformes à celles publiées dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème en décembre 2013 et aux prévisions correspondantes publiées en janvier 2014 par le Consensus économique et le Baromètre de la zone euro. Toutefois, pour 2015, elles sont supérieures de 0,1 point de pourcentage à celles publiées dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème en décembre 2013 et les anticipations relatives à 2016 sont inférieures de 0,1 point de pourcentage à celles publiées par le Baromètre de la zone euro en janvier 2014.

S'agissant des distributions de probabilités agrégées, pour 2014, la plus forte probabilité (40 %) est maintenant attachée à un taux d'inflation compris entre 1,0 % et 1,4 % et il y a eu également une forte hausse de la probabilité attachée à l'intervalle compris entre 0,5 % et 0,9 %, qui ressort à présent à 26 % (cf. graphique A). Pour 2015, la plus forte probabilité (32 %) est maintenant attribuée à l'intervalle compris entre 1,0 % et 1,4 %, mais la deuxième plus forte probabilité (29 %) est attachée à une inflation comprise entre 1,5 % et 1,9 %. Pour 2016, la probabilité la plus élevée (36 %) est associée à un résultat compris entre 1,5 % et 1,9 %, mais la probabilité de résultats inférieurs à cette fourchette est plus grande que celle attribuée à des résultats supérieurs. Par rapport à la campagne d'enquête précédente, les distributions de probabilités agrégées pour 2014 et 2015 se sont encore déplacées vers le bas. Toutefois, selon les participants, la probabilité d'une inflation négative reste très faible : 1,3 % en 2014, 1,2 % en 2015 et 1,0 % en 2016.

La différence entre l'estimation ponctuelle moyenne et la moyenne estimée de la distribution de probabilités agrégées peut être considérée comme une indication de l'orientation et de l'ampleur des évolutions de la balance des risques perçus par les participants pour leurs prévisions. Selon cette mesure, les risques associés aux horizons à court terme (2014 et 2015) sont globalement équilibrés, mais légèrement orientés à la baisse pour l'horizon 2016. Les principaux risques à la baisse pour l'inflation sont perçus comme résultant d'évolutions économiques et des marchés du travail plus faibles qu'anticipé. Des risques à la hausse ont été cités en ce qui concerne les prix des matières premières et les relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés.

Graphique A Distribution des probabilités agrégées relatives au taux d'inflation annuel moyen en 2014 et 2015 ressortant des dernières campagnes d'enquête

(probabilité en pourcentage)



Source : BCE

Note : La distribution des probabilités agrégées correspond à la moyenne des différentes distributions des probabilités fournies par les prévisionnistes professionnels.

Légère baisse des anticipations d'inflation à plus long terme

L'estimation ponctuelle moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2018) reste inchangée à 1,9 %. Arrondie à deux décimales, elle s'est encore atténuée, ressortant à 1,87 % au premier trimestre 2014, après 1,93 % au quatrième trimestre 2013. La médiane des estimations ponctuelles a diminué, ressortant à 1,9 % après 2,0 % lors de la précédente campagne. Le plus fort pourcentage (34 %) des participants a continué de fournir une estimation ponctuelle de 2,0 %, mais le pourcentage de réponses donnant une estimation inférieure ou égale à 1,6 % a augmenté (cf. graphique B). Les anticipations d'inflation à plus long terme ressortant de l'EPP sont légèrement supérieures aux anticipations d'inflation pour 2018 publiées par le Baromètre de la zone euro.

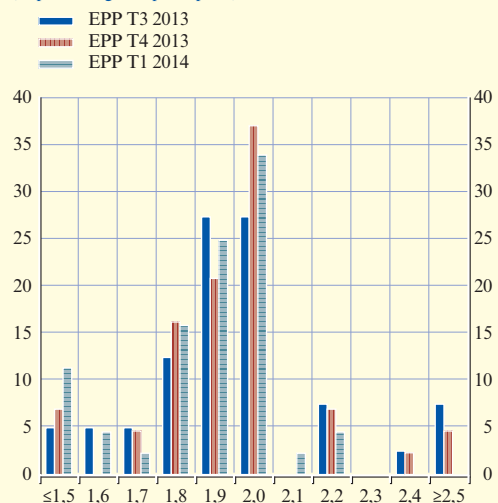
En moyenne, la balance des risques autour de l'estimation ponctuelle d'inflation à plus long terme est orientée à la baisse (comme au cours des quatre dernières années), la moyenne estimée de la distribution de probabilités agrégées s'établissant à quelque 1,81 %, pour une estimation ponctuelle moyenne de 1,87 %. La probabilité que l'inflation soit égale ou supérieure à 2,0 % et celle que l'inflation soit inférieure à 1,0 % sont restées pratiquement inchangées à 42 % et 11 %, respectivement. La probabilité de taux d'inflation négatifs est également restée très faible, à 1,1 %, après 0,9 %.

La divergence de vues entre les prévisionnistes s'agissant de leurs anticipations d'inflation à long terme, mesurée par l'écart-type de leurs estimations ponctuelles, est revenue de 0,25 point de pourcentage à 0,20 point de pourcentage, mais continue de se situer dans la fourchette observée depuis 2010 (cf. graphique C). L'incertitude agrégée qui entoure les anticipations d'inflation à long terme, mesurée par l'écart-type de la distribution des probabilités agrégées, a légèrement diminué mais reste autour du niveau relativement élevé observé depuis 2009 ².

² Pour plus d'informations sur les mesures de l'incertitude, cf. l'encadré intitulé *Les mesures de la perception de l'incertitude macroéconomique* du *Bulletin mensuel* de janvier 2010

Graphique B Distribution transversale des estimations d'inflation ponctuelles à plus long terme (à cinq ans) entre les participants à l'EPP

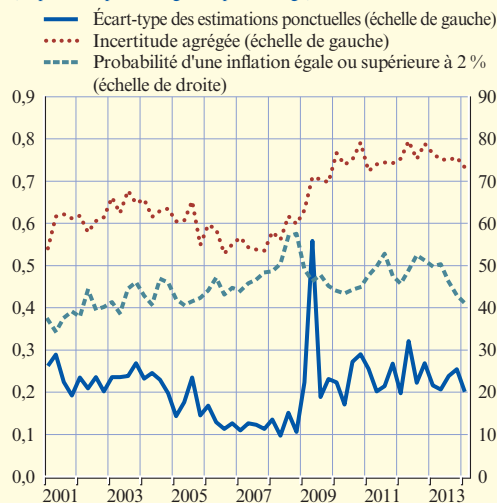
(en pourcentage des participants)



Source : BCE

Graphique C Divergence de vues et incertitude concernant les anticipations d'inflation à plus long terme

(en points de pourcentage ; en pourcentage)



Source : BCE

Note : L'incertitude agrégée est définie comme l'écart-type de la distribution des probabilités agrégées (en formulant l'hypothèse de fonctions de densité de probabilité discrètes individuelles avec une distribution de probabilité concentrée sur le milieu de l'intervalle).

Stabilité des anticipations relatives à la croissance du PIB en volume pour 2014 et 2015

Les estimations ponctuelles moyennes de la croissance du PIB en volume pour 2014 et 2015 demeurent inchangées à 1,0 % et 1,5 % respectivement (cf. tableau). La croissance attendue pour 2016 se situe à 1,7 %, ce qui correspond à un renforcement continu mais graduel de l'activité économique au cours des années à venir. Les commentaires qualitatifs des participants indiquent qu'un redressement permanent, mais mesuré, de la demande intérieure est attendu.

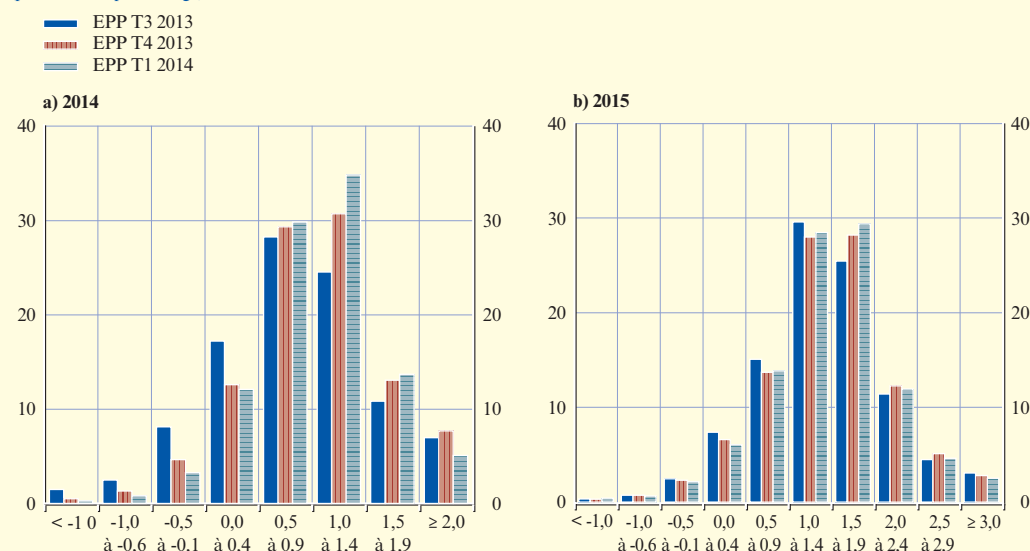
Pour 2014, l'estimation ponctuelle moyenne ressortant de l'EPP est inférieure de 0,1 point de pourcentage aux projections macroéconomiques de décembre 2013 établies par les services de l'Eurosystème et pour 2015, elle est identique. Par rapport aux prévisions correspondantes du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro publiées en janvier 2014, les anticipations ressortant de l'EPP sont comparables pour 2014, mais légèrement supérieures pour 2015. Pour 2016, l'estimation ponctuelle ressortant de l'EPP est également légèrement supérieure à celle du Baromètre de la zone euro.

Les distributions des probabilités agrégées pour 2014 et 2015 demeurent globalement inchangées (cf. graphique D). Pour 2014, les participants continuent d'attribuer la probabilité la plus forte (35 %) à l'intervalle compris entre 1,0 % et 1,4 %, contre une probabilité de 31 % lors de la précédente campagne d'enquête. Pour 2015, les décalages sont limités.

La balance des risques entourant la perspective d'un scénario de référence inchangé, telle qu'elle ressort de l'estimation ponctuelle moyenne, reste orientée à la baisse. À cet égard, des risques découlant de la lassitude vis-à-vis des réformes dans les différents pays ont été cités. En outre, plusieurs participants ont exprimé la crainte d'un regain d'incertitude sur les marchés financiers, ce qui provoquerait des répercussions sur l'économie réelle par le biais, entre autres, d'un

Graphique D Distribution des probabilités agrégées relatives aux anticipations de croissance du PIB pour 2014 et 2015 ressortant des dernières campagnes de l'EPP

(probabilité en pourcentage)



Source : BCE

Note : La distribution des probabilités agrégées correspond à la moyenne des différentes distributions des probabilités fournies par les prévisionnistes professionnels.

resserrement de l'offre de crédit. Cela étant, les participants prévoient également des risques à la hausse, notamment : la confiance des investisseurs et des consommateurs se rétablissant plus vite que prévu et les effets bénéfiques des réformes structurelles se faisant sentir plus tôt qu'envisagé dans le scénario de référence.

Les anticipations de croissance à plus long terme (pour 2018) sont en légère hausse, de 0,1 point de pourcentage, à 1,8 %. Comme lors des précédentes campagnes, les résultats de l'EPP concernant cet horizon restent supérieurs aux prévisions du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro (qui se situent à 1,5 % et 1,6 % respectivement). La distribution des probabilités agrégées s'est déplacée vers le haut, mais demeure orientée à la baisse.

Maintien des anticipations relatives au taux de chômage à un niveau élevé, mais une tendance à une diminution progressive est attendue

Les estimations ponctuelles moyennes relatives au taux de chômage se situent à 12,1 % pour 2014, 11,7 % pour 2015 et 11,2 % pour 2016. Par rapport à la précédente campagne, elles sont inchangées pour 2014 et ont été légèrement révisées à la hausse pour 2015 (cf. tableau).

L'estimation ressortant de l'EPP pour 2014 est légèrement supérieure aux projections macroéconomiques de décembre 2013 établies par les services de l'Eurosystème, légèrement inférieure aux dernières prévisions du Consensus économique et conforme à celles du Baromètre de la zone euro. L'estimation pour 2015 est inférieure de 0,1 point de pourcentage aux projections macroéconomiques de décembre 2013 établies par les services de l'Eurosystème et aux dernières prévisions du Baromètre de la zone euro, et inférieure de 0,2 point de pourcentage aux prévisions du Consensus économique. À 11,2 %, l'estimation ressortant de l'EPP pour 2016 est inférieure de 0,5 point de pourcentage à celle du Baromètre de la zone euro.

Les risques pesant sur les estimations à moyen et long terme établies par rapport au scénario de référence demeurent orientés à la hausse et étroitement corrélés à une reprise qui pourrait être plus modeste que prévu et à l'éventualité d'une absence de progrès en matière de réformes structurelles. En outre, certains participants ont exprimé la crainte que le chômage conjoncturel élevé constaté récemment devienne structurel. Les risques à la baisse pesant sur les perspectives d'évolution du chômage concernent essentiellement le moyen terme et sont principalement associés à des gains de compétitivité qui pourraient être plus importants que prévu en raison des réformes structurelles et aux initiatives des autorités en faveur de la création d'emplois.

Les estimations ponctuelles moyennes des anticipations à plus long terme relatives au taux de chômage (9,6 % en 2018) sont supérieures de 0,1 point de pourcentage aux résultats de la précédente campagne d'enquête. La distribution des probabilités agrégées s'est déplacée vers le haut. La probabilité maximale (59 %) est toujours attribuée à la fourchette comprise entre 9,0 % et 10,9 %.

Autres variables et hypothèses conditionnelles

Selon les autres informations fournies par les participants, les hypothèses relatives aux cours du pétrole, au principal taux directeur de la BCE et à la progression annuelle de la rémunération par tête ont été révisées à la baisse, tandis que les anticipations relatives au taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar ont été un peu revues à la hausse. Les cours du pétrole devraient s'établir à 108,1 dollars le baril au premier trimestre 2014, pour revenir à 106,7 dollars au deuxième trimestre 2014 et, à partir de là, renouer avec une trajectoire à la hausse pour s'inscrire à 107,5 dollars en 2015 et à 109,3 dollars en 2016. Le principal taux directeur de la BCE devrait ressortir à 0,25 % jusqu'à fin 2014, avant de passer à 0,4 % en 2015 pour s'établir à 0,9 % en 2016. L'estimation relative au taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar a été révisée à la hausse par rapport à la précédente campagne, s'inscrivant à 1,35 au premier trimestre 2014 et revenant à 1,29 en 2015 et 2016. La progression de la rémunération par tête a été révisée à la baisse, à 1,5 % en rythme annuel pour 2014 et à 1,7% pour 2015. Pour 2016, elle devrait ressortir à 1,9 %.

4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Après deux trimestres de croissance positive du PIB en volume, les évolutions des données et des enquêtes récentes vont dans le sens d'une poursuite de la reprise modérée de l'activité au dernier trimestre 2013. Pour la suite, la précédente évaluation de la croissance économique se confirme. La production de la zone euro devrait se redresser lentement. En particulier, on devrait observer une légère hausse de la demande intérieure, à la faveur de l'orientation accommodante de la politique monétaire, de l'amélioration des conditions de financement et des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, les revenus réels bénéficient d'une hausse limitée des prix de l'énergie. L'activité économique devrait également bénéficier d'un raffermissement graduel de la demande extérieure adressée à la zone euro. Cela étant, même si le chômage se stabilise dans la zone euro, il demeure élevé et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur le rythme de la reprise économique. Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse.

4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

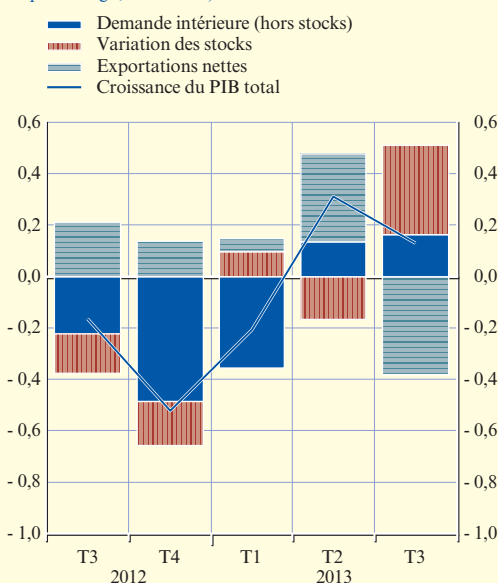
La troisième estimation d'Eurostat relative aux comptes nationaux confirme que le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2013, après une hausse de 0,3 % au trimestre précédent (cf. graphique 26). La demande intérieure et la variation des stocks ont apporté une contribution positive à la croissance, tandis que la contribution des exportations nettes a été négative pour la première fois depuis début 2010.

La consommation privée a progressé de 0,1 % en rythme trimestriel au deuxième et au troisième trimestre 2013, après s'être inscrite en recul pendant six trimestres. L'évolution observée au troisième trimestre résulte vraisemblablement de la contribution positive à la hausse des dépenses de consommation des achats de biens de consommation, en partie contrebalancée par une diminution de la consommation de services. Dans le même temps, les achats de voitures particulières ont apporté une contribution pratiquement neutre à la croissance de la consommation au troisième trimestre.

S'agissant du quatrième trimestre 2013, les informations relatives à la consommation privée font état d'évolutions globalement stables de la dépense des ménages. Le volume des ventes au détail a été inférieur de 0,7 % en moyenne à celui du troisième trimestre, où les ventes avaient progressé de 0,3 % en rythme trimestriel. En revanche, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont augmenté de 5,1 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre, après un recul de 0,1 % le trimestre précédent. Ce rebond peut refléter en partie des acquisitions effectuées par anticipation en prévision de la mise en œuvre de relèvements de la fiscalité dans certains pays début 2014. Globalement, les données d'enquêtes

Graphique 26 Croissance du PIB en volume et contributions à son évolution

(taux de croissance trimestriel ; contributions trimestrielles en points de pourcentage ; données cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
Note : Les données se rapportent à l'Euro 18.

relatives au secteur du commerce de détail sont restées faibles au quatrième trimestre. L'indice des directeurs d'achat relatif au commerce de détail est demeuré légèrement inférieur au seuil théorique de 50 qui délimite la frontière entre expansion et contraction, laissant présager un léger recul des ventes au détail. Dans le même temps, l'indicateur de la Commission européenne relatif au secteur du commerce de détail a progressé modérément au dernier trimestre 2013 et en janvier (cf. graphique 27). La confiance des consommateurs dans la zone euro s'est également améliorée de nouveau entre décembre et janvier, poursuivant la tendance haussière amorcée depuis fin 2012. En conséquence, en janvier 2014, l'indice s'est établi légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme pour la première fois depuis juillet 2011. Enfin, l'indicateur des achats importants a continué de se situer à des niveaux très inférieurs à sa moyenne de long terme, faisant ainsi état d'une faiblesse persistante de la consommation de biens durables.

La FBCF a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2013, après une hausse un peu moins prononcée au trimestre précédent. Cette évolution fait suite à huit trimestres consécutifs de recul.

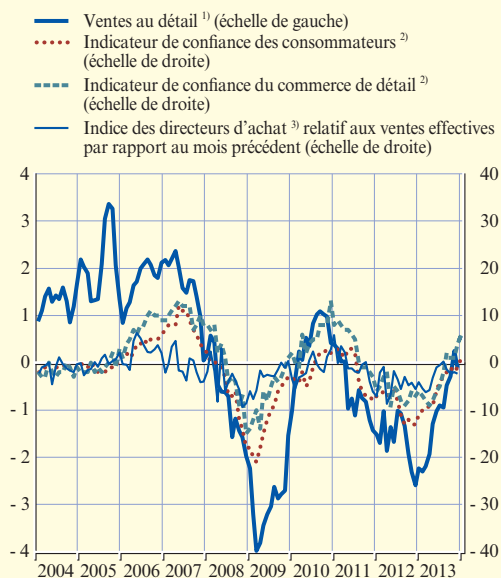
L'investissement dans la construction et, dans une moindre mesure, l'investissement hors construction ont progressé entre le deuxième et le troisième trimestre.

La production industrielle de biens d'équipement (un indicateur de l'investissement futur hors construction) a rebondi en novembre, de 3,0 % en rythme mensuel, effaçant et au-delà le recul de 1 % enregistré en octobre. En conséquence, en octobre et novembre, le niveau moyen de la production de biens d'équipement a été supérieur de 0,6 % à celui du troisième trimestre, où il avait augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel. Les résultats des enquêtes des directeurs d'achat et de la Commission européenne relatives au secteur industriel hors construction pour le quatrième trimestre 2013 et pour janvier 2014 font état de la poursuite d'une croissance timide. Dans le même temps, l'enquête menée par la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière indique que l'utilisation des capacités de production s'est encore accrue au cours de la période de trois mois s'achevant en janvier 2014.

En ce qui concerne la construction, les données solides et les résultats d'enquêtes font état d'une variation négative au quatrième trimestre 2013. La production dans la construction a poursuivi son recul en novembre, à hauteur de 0,6 % en rythme mensuel, pour s'établir 1,7 % en deçà du niveau observé au troisième trimestre, lorsqu'elle avait progressé dans les mêmes proportions en rythme trimestriel. S'agissant des résultats d'enquêtes, l'indice des directeurs d'achat relatif à la construction dans la zone euro s'est légèrement amélioré au quatrième trimestre. Cet indicateur demeure toutefois inférieur au seuil de croissance de 50, dénotant ainsi une baisse de l'activité.

Graphique 27 Ventes au détail et indicateurs de confiance du commerce de détail et des ménages

(données mensuelles)



Sources : Eurostat, enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, Markit et calculs de la BCE
Note : Les données se rapportent à l'Euro 18.

1) Variations annuelles en pourcentage ; moyennes mobiles sur 3 mois ; données corrigées des jours ouvrés ; y compris les combustibles

2) Soldes d'opinion ; données corrigées des variations saisonnières et centrées

3) Écart par rapport à un indice de valeur 50

L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans la construction s'est également amélioré entre le troisième et le quatrième trimestre 2013, avant de se détériorer de nouveau en janvier. La confiance demeure donc à un niveau bas et nettement inférieur à sa moyenne historique. Ces évolutions traduisent probablement l'existence de contraintes de financement, la faiblesse des perspectives d'emploi et les ajustements en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel dans un certain nombre de pays de la zone euro.

La contribution des échanges commerciaux de la zone euro à la croissance du PIB est devenue négative au troisième trimestre 2013. Les exportations ont progressé de 0,3 % seulement en rythme trimestriel, tandis que les importations ont augmenté de 1,2 %. Selon les dernières données relatives aux échanges commerciaux de la zone euro, la croissance de ces échanges a été faible au quatrième trimestre, mais la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB devrait redevenir positive, en raison notamment de la faiblesse des importations. En novembre, la valeur des exportations a faiblement diminué en rythme mensuel, tandis que la valeur des importations a fléchi plus fortement. Ce même mois, le niveau des exportations était légèrement supérieur à la moyenne pour le troisième trimestre, alors que celui des importations était inférieur. Selon les indicateurs à court terme, les prix des échanges se sont un peu stabilisés. Les évolutions des échanges en volume devraient par conséquent être similaires à celles des échanges en valeur. Les données d'enquêtes pour janvier font état d'une légère amélioration des exportations. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation s'est encore renforcé pour s'établir au-dessus de sa moyenne du quatrième trimestre, bien au-delà du seuil d'expansion de 50. En janvier également, l'indicateur tiré de l'enquête de la Commission européenne relative aux carnets de commandes à l'exportation s'est stabilisé à des niveaux similaires à ceux enregistrés pour novembre et décembre.

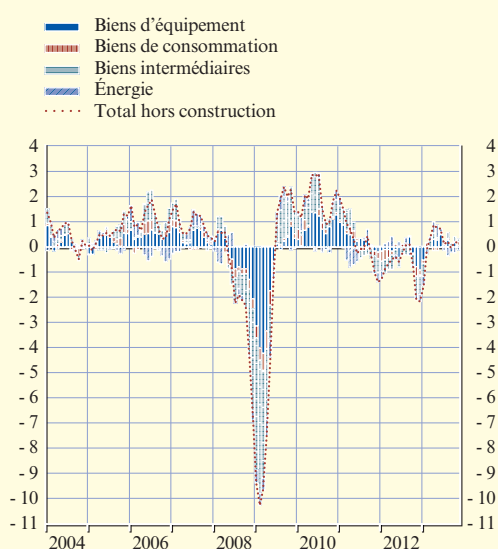
4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

Au troisième trimestre 2013, la valeur ajoutée réelle a de nouveau augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel. Cette augmentation reflète exclusivement les évolutions favorables dans le secteur des services. Dans le même temps, la valeur ajoutée dans l'industrie y compris la construction a affiché une croissance étale.

En ce qui concerne les évolutions du quatrième trimestre 2013, la production industrielle (hors construction) a progressé de 1,8 % en rythme mensuel en novembre, après un recul de 0,8 % le mois précédent. Par conséquent, en octobre et novembre, la production industrielle a été en moyenne supérieure de 0,3 % à son niveau du troisième trimestre, où elle avait affiché un profil d'évolution indécis (cf. graphique 28). L'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes à l'industrie dans la zone euro (hors matériel de transport lourd) s'est inscrit en hausse de 1,5 % en rythme mensuel, en novembre, après une baisse de 1,6 % au cours des mois précédents. En octobre et novembre, les nouvelles commandes se sont donc établies en moyenne à un niveau légèrement inférieur à leur niveau moyen du troisième trimestre, où elles avaient progressé de 1,1 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes plus récentes font également état d'une croissance modérée au dernier trimestre 2013 et au début du premier trimestre 2014. Par exemple, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier, qui affichait des taux de croissance positifs depuis juillet 2013, a poursuivi sa hausse au quatrième trimestre de l'année (cf. graphique 29). Il a de nouveau augmenté en janvier 2014, atteignant son niveau le plus élevé depuis mai 2011. En outre, les données d'enquêtes de la Commission européenne indiquent une nouvelle amélioration de la demande de produits manufacturés au cours de la période de trois mois s'achevant en janvier 2014, bien qu'à partir de niveaux assez faibles.

Graphique 28 Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution

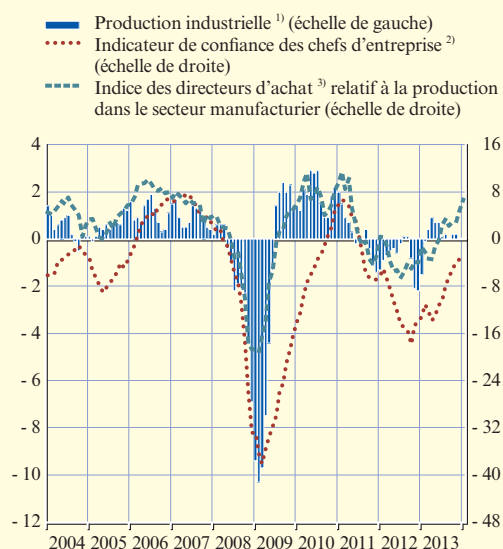
(taux de croissance ; contributions en points de pourcentage ; données mensuelles cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
Notes : Les données se rapportent à l'Euro 18. Les données présentées sont des moyennes mobiles sur 3 mois rapportées à la moyenne correspondante de la période de 3 mois précédente.

Graphique 29 Production industrielle, indicateur de confiance des chefs d'entreprise et indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier

(données mensuelles cvs)



Sources : Eurostat, enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, Markit et calculs de la BCE
Notes : Les données se rapportent à l'Euro 18. Toutes les séries concernent l'industrie manufacturière.
1) Variations en pourcentage des glissements sur 3 mois
2) Soldes d'opinion
3) Écarts par rapport à un indice de valeur 50

La valeur ajoutée dans le secteur des services devrait avoir progressé encore au dernier trimestre 2013. Comme pour le secteur manufacturier, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans les services et l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur des services se sont tous deux accrus entre le troisième et le quatrième trimestre. Les deux indices se sont améliorés de nouveau en janvier, s'inscrivant ainsi à des niveaux supérieurs à leurs moyennes du quatrième trimestre.

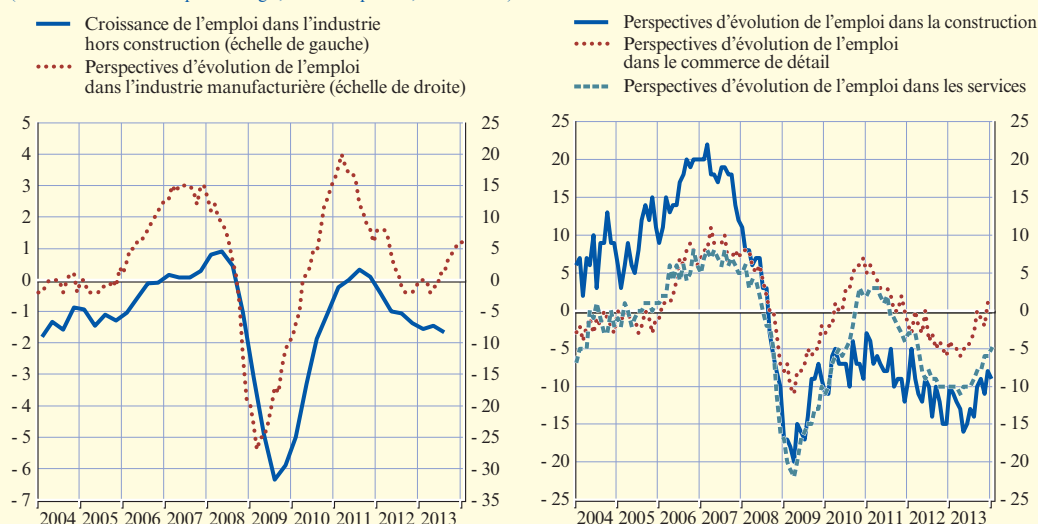
4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

Bien que les marchés du travail de la zone euro restent atones, les dernières données relatives au taux d'emploi et au taux de chômage montrent une certaine stabilisation. Toutefois, des différences importantes persistent d'un pays à l'autre, de même qu'entre les différentes tranches d'âge (cf. encadré 9). Bien que les résultats des enquêtes enregistrent une tendance à l'amélioration, ils continuent d'aller dans le sens d'évolutions modérées pour les mois qui viennent (cf. graphique 30).

Les effectifs employés ont été stables aux deuxième et troisième trimestres 2013 (cf. tableau 9), après sept trimestres consécutifs de recul. Depuis le deuxième trimestre 2011, où l'emploi avait commencé à fléchir, il a enregistré une baisse cumulée de 1,7 %. Au niveau sectoriel, les chiffres les plus récents reflètent un recul de l'emploi dans l'industrie y compris la construction, qui a été compensé par une progression de l'emploi dans les services. En revanche, le nombre total d'heures travaillées a augmenté, en rythme trimestriel, aux deuxième et troisième trimestres, évolution correspondant à une normalisation du marché du travail.

Graphique 30 Croissance de l'emploi et perspectives d'évolution de l'emploi

(variations annuelles en pourcentage ; soldes d'opinion ; données cvs)



Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

Notes : Les données se rapportent à l'Euro 18. Les soldes d'opinion sont centrés.

Encadré 9

LES ÉVOLUTIONS DU CHÔMAGE DES JEUNES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO DEPUIS LE DÉBUT DE LA CRISE

Depuis le début de la crise financière, le taux de chômage des jeunes, défini comme le nombre de jeunes chômeurs (âgés de 15 à 24 ans) par rapport à la population active de la même tranche d'âge, a considérablement augmenté dans la zone euro, passant de 15 % environ en 2007 à 24 % en 2013¹. Le niveau du taux et sa progression sont tous deux beaucoup plus élevés pour les jeunes (âgés de 15 à 24 ans) que pour les autres travailleurs (âgés de plus de 24 ans). Dans ce contexte, cet encadré présente certains faits stylisés sur les évolutions du chômage des jeunes dans les pays de la zone euro.

Les évolutions des taux de chômage des jeunes dans les pays de la zone euro

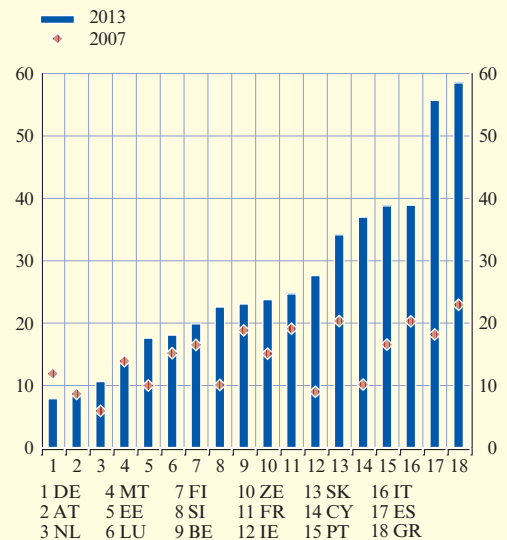
Les évolutions des taux de chômage des jeunes masquent d'importantes disparités selon les pays (cf. graphique A). Tandis que ce taux a connu une augmentation limitée en Autriche et à Malte et a même fléchi en Allemagne, il a enregistré en 2013 une hausse particulièrement forte dans les pays en proie à des difficultés, atteignant entre 50 % et 60 % en Grèce et en Espagne, près de 40 % en Italie, au Portugal et à Chypre et près de 30 % en Irlande. Dans ce dernier pays et à Chypre, cette hausse faisait suite à des taux de chômage des jeunes relativement faibles avant la crise. En Espagne, en Grèce, au Portugal et en Italie, le niveau élevé des taux de chômage des jeunes par rapport à la moyenne de la zone euro ne constitue pas un phénomène nouveau et était déjà observé avant la crise. Dans le même temps, les taux de chômage des jeunes étaient déjà relativement élevés avant la crise dans certains pays ne connaissant pas de difficultés, comme la France et la Belgique.

¹ Pour des raisons de cohérence, le présent encadré utilise essentiellement des données provenant de l'Enquête sur les forces de travail (*Labour Force Survey*), qui sont disponibles jusqu'au troisième trimestre 2013 inclus. Ces statistiques n'étant pas corrigées des variations saisonnières, les références à 2013 représentent une moyenne sur les quatre trimestres allant du quatrième trimestre 2012 au troisième trimestre 2013.

La hausse du chômage des jeunes a largement affecté les travailleurs n'ayant pas atteint le niveau du deuxième cycle de l'enseignement secondaire (cf. graphique B). Dans la plupart des pays, leur taux de chômage a augmenté beaucoup plus fortement que celui des travailleurs ayant un diplôme du deuxième cycle de l'enseignement secondaire et de l'enseignement supérieur. La hausse du chômage des jeunes faisant partie de cette dernière catégorie a néanmoins été importante dans un certain nombre de pays. En Espagne, par exemple, le taux de chômage des jeunes diplômés de l'enseignement supérieur a augmenté de près de 30 points de pourcentage entre 2007 et 2013. Au niveau des pays, les différences en fonction des niveaux d'instruction peuvent également refléter des ajustements dans la structure de l'économie. Par exemple, en Espagne, il existe peut-être un lien entre la baisse de l'activité du secteur de la construction et la hausse du taux de chômage des jeunes faisant partie des travailleurs les moins qualifiés

Graphique A Taux de chômage des jeunes en 2007 et en 2013

(en pourcentage)



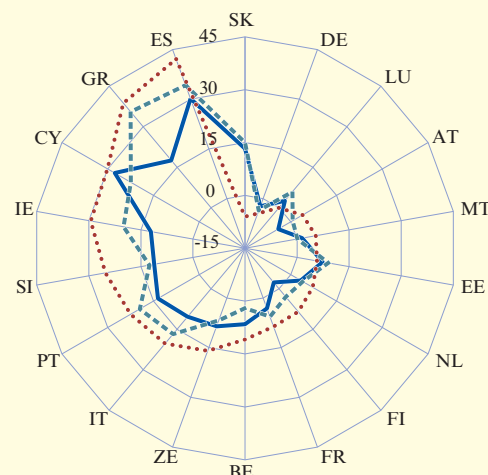
Source : Enquêtes sur les forces de travail

Note : L'ordre des pays est déterminé par les taux de chômage des jeunes observés en 2013.

Graphique B Variations des taux de chômage des jeunes en fonction du niveau d'études

(variation en point de pourcentage entre 2007 et 2013)

— Enseignement supérieur
 Deuxième cycle de l'enseignement secondaire
 - - - - - Inférieur au deuxième cycle de l'enseignement secondaire

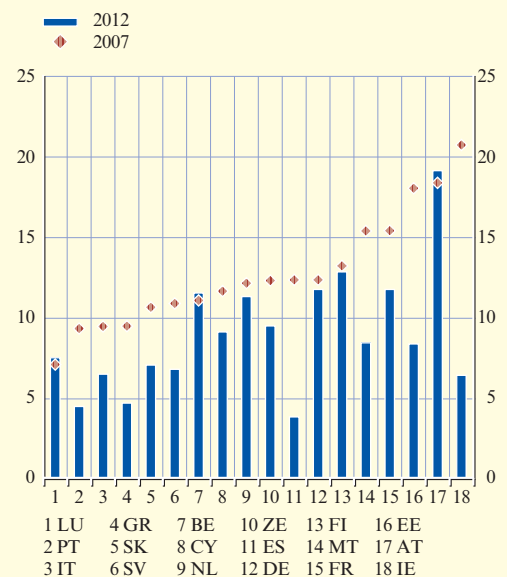


Source : Enquête sur les forces de travail

Notes : L'ordre des pays est déterminé par les variations du taux de chômage des jeunes n'ayant pas atteint le niveau du deuxième cycle de l'enseignement secondaire. Le graphique illustre les variations des taux de chômage des jeunes pour la tranche d'âge de 20 à 24 ans, les données relatives à la tranche d'âge de 15 à 24 ans n'étant pas disponibles.

Graphique C Part des jeunes dans l'emploi total du secteur de la construction

(en pourcentage)

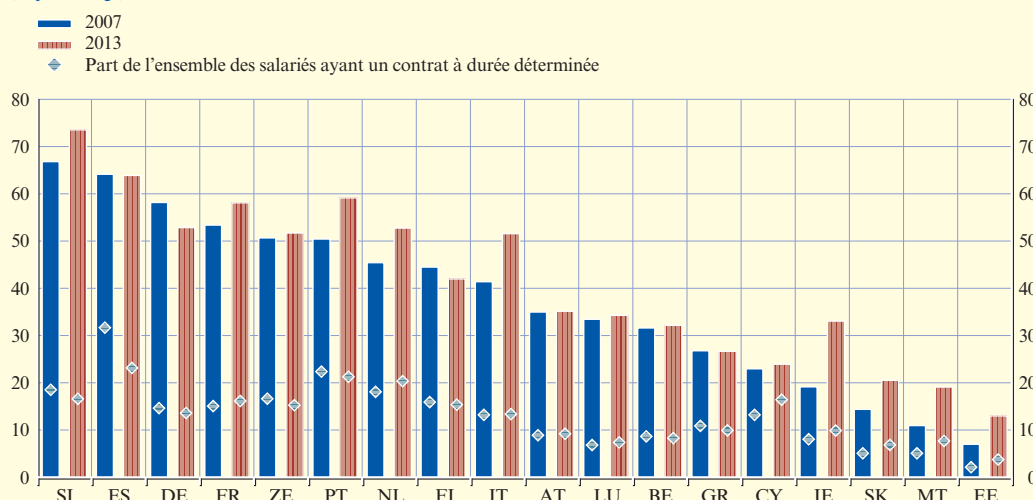


Source : Enquête sur les forces de travail

Note : L'ordre des pays est déterminé par la part des jeunes dans le secteur de la construction en 2007.

Graphique D Part des jeunes salariés ayant un contrat à durée déterminée

(en pourcentage)



Source : Enquête sur les forces de travail

Note : L'ordre des pays est déterminé par la part des jeunes salariés ayant un contrat à durée déterminée en 2007.

(cf. graphique C) ou à Chypre, entre la diminution de l'activité des services financiers et aux entreprises et l'augmentation du taux de chômage des travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur.

Les explications de la hausse des taux de chômage des jeunes dans les pays de la zone euro

Un trait distinctif de la plus forte hausse du chômage pour les jeunes est lié au fait que, parmi eux, aussi bien les salariés ayant des contrats à durée déterminée que ceux ayant des contrats à durée indéterminée ont été sévèrement touchés par la crise, tandis que, pour l'ensemble de la population active, les pertes d'emploi ont généralement été plus importantes pour les travailleurs ayant des contrats à durée déterminée. En effet, pour l'ensemble de la population active de la zone euro, entre 2007 et 2013, le nombre de titulaires de contrats temporaires a diminué de près de 10 % tandis que celui des salariés en contrat à durée indéterminée est resté globalement inchangé. En revanche, s'agissant des jeunes, le nombre de contrats temporaires et permanents a nettement diminué, de 18 % et 22 % respectivement.

Le graphique D illustre la prévalence des contrats temporaires chez les jeunes par rapport à l'ensemble de la population active dans la plupart des pays de la zone euro. En 2007, dans cette zone, 50 % des jeunes salariés étaient titulaires d'un contrat temporaire, tandis que le ratio correspondant pour l'ensemble des salariés était de 17 %. Cette situation tient à plusieurs raisons mais elle peut refléter dans certains cas la rigidité de la législation sur la protection de l'emploi des travailleurs réguliers, qui a encouragé l'émergence d'un double marché du travail, scindé entre les salariés en contrat à durée indéterminée et les travailleurs, notamment les jeunes, en contrat temporaire. Toutefois, bien que les jeunes soient plus exposés aux emplois temporaires, qui sont plus sensibles au cycle d'activité, le constat selon lequel cette population, y compris les salariés bénéficiant d'un contrat à durée indéterminée, a été affectée de façon disproportionnée par les pertes d'emploi peut également refléter l'effet plus général des stratégies du « dernier entré premier sorti » appliquées par les entreprises lorsqu'elles ajustent leur main-d'œuvre².

2 Cf. S. Scarpetta et A. Sonnet *Challenges Facing European Labour Markets: Is a Skill Upgrade the Appropriate Instrument?*, *Intereconomics*, Vol. 47, n° 1, OCDE (2012)

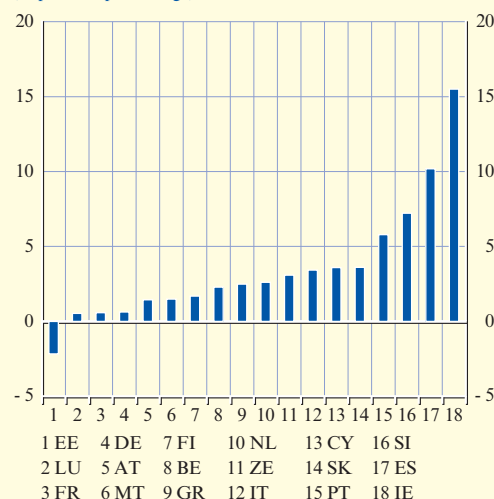
L'observation du taux de chômage (défini comme le nombre de chômeurs par rapport à la population active) ne fournit qu'une vision partielle de la façon dont les jeunes ont été frappés par la crise. En effet, le système éducatif peut masquer un certain chômage caché si les jeunes poursuivent leurs études ou les reprennent en raison de la morosité des perspectives du marché du travail.

Dans ce contexte, le taux de non-participation des jeunes de la zone euro a augmenté de 3 points de pourcentage entre 2007 et 2013 (cf. graphique E). En Irlande et en Espagne, il a progressé de 16 et 10 points de pourcentage, respectivement, indiquant que la diminution des opportunités d'emploi ne s'est que partiellement reflétée dans la hausse des taux de chômage. L'accroissement des taux de non-participation des jeunes peut être moins préoccupant s'il ne reflète pas seulement le découragement, mais s'il traduit également la prolongation des études ou

de la formation aboutissant finalement à une productivité plus élevée ou à de meilleures perspectives sur le marché de l'emploi. Pour l'ensemble de la zone euro, la part de la population âgée de 15 à 24 ans non répertoriée dans l'emploi, l'enseignement ou la formation et classée comme inactive est restée relativement stable en 2012 par rapport à 2007 (cf. graphique F). Dans certains pays en proie à des difficultés, comme l'Espagne et le Portugal, cette part a même diminué, ce qui indique que les jeunes ont, jusqu'à présent, réussi à prolonger leurs études ou à s'engager dans un programme de formation, évitant ainsi le chômage. En revanche, la part des jeunes considérés comme inactifs et qui ne suivent pas d'études ni de formation a augmenté dans d'autres pays en difficulté, comme l'Italie, l'Irlande, Chypre et la Grèce.

Graphique E Variation du taux de non-participation des jeunes travailleurs dans les pays de la zone euro entre 2007 et 2013

(en points de pourcentage)

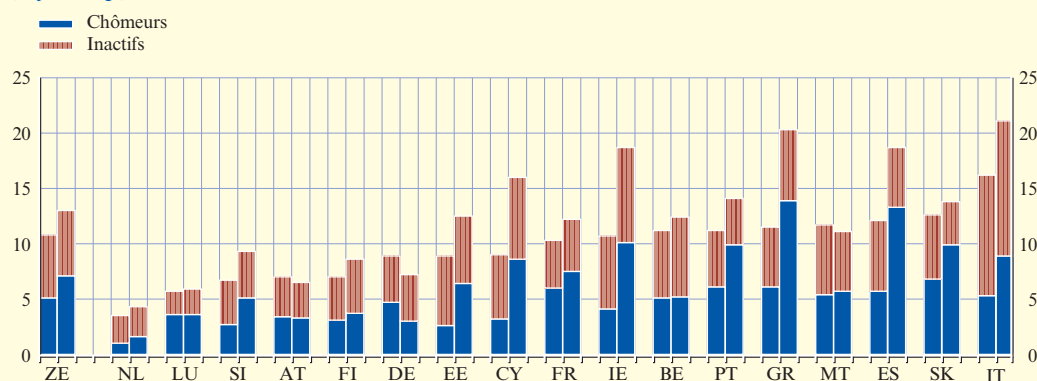


Source : Enquête sur les forces de travail

Note : Le taux de non-participation des jeunes travailleurs (âgés de 15 à 24 ans) se définit comme le nombre de jeunes inactifs sur le plan économique par rapport à l'ensemble des jeunes.

Graphique F Jeunes ne se trouvant pas en situation d'emploi, d'études ou de formation en 2007 et en 2012

(en pourcentage)



Source : Eurostat

Note : Deux colonnes sont présentées pour chaque pays ou zone ; les colonnes de gauche se rapportent à 2007 et les colonnes de droite à 2012. L'ordre des pays est déterminé par la part des jeunes sans emploi et qui ne poursuivaient ni études ni formation en 2007.

Conclusions

En résumé, la détérioration des résultats du marché du travail pour les jeunes dans la zone euro depuis le début de la crise a été plus forte dans les pays en difficulté, qui ont enregistré des hausses spectaculaires du chômage et de la non-participation des jeunes. Dans un certain nombre de cas, toutefois, la hausse de la non-participation a été absorbée par la progression de la part des jeunes prolongeant leurs études ou les reprenant. Pour un certain nombre de pays, qu'ils soient ou non en difficulté, l'importance du chômage et de l'inactivité des jeunes ne constitue pas un phénomène nouveau, même s'il a été exacerbé par la crise. Dans ce contexte, le caractère persistant et élevé du chômage des jeunes représente l'un des principaux défis auxquels sont actuellement confrontées les autorités européennes, en raison de l'ampleur des coûts sociaux et économiques qui lui sont associés. Plusieurs mesures ont été prises au niveau européen, comme la « Garantie pour la jeunesse » et l'initiative « Emploi des jeunes »³. Les autorités nationales doivent cependant prendre des mesures supplémentaires, notamment en intensifiant la mise en œuvre des réformes structurelles.

3 Cf. *Les mesures prises par l'UE pour lutter contre le chômage des jeunes*, disponible sur le site internet de la Commission européenne à l'adresse suivante : <http://ec.europa.eu>

La productivité par personne employée a augmenté de 0,5 % en rythme annuel au troisième trimestre 2013. Cette évolution est légèrement supérieure au taux de croissance du deuxième trimestre, qui lui-même faisait suite à trois trimestres de croissance négative (cf. graphique 31). Le taux de croissance annuel de la productivité horaire du travail a progressé de façon plus marquée, passant de 0,2 % au deuxième trimestre à 0,6 % au troisième trimestre 2013. En ce qui concerne le quatrième trimestre 2013, les dernières valeurs de l'indice des directeurs d'achat relatif à la productivité, qui couvre le secteur manufacturier et celui des services, font état d'une croissance positive, bien que modérée.

Le taux de chômage s'est établi à 12,0 % en décembre 2013, sans changement par rapport aux deux mois précédents. Cette stabilité, qui masque une diminution du nombre de chômeurs, fait suite à un recul mensuel de 0,1 point de pourcentage en octobre, qui lui-même représentait la première baisse du taux de chômage en plus de deux ans et demi (cf. graphique 32). Ce dernier chiffre dépasse

Tableau 9 Croissance de l'emploi

(variations en pourcentage par rapport à la période précédente ; données cvs)

	Personnes employées					Heures travaillées				
	Taux annuels		Taux trimestriels			Taux annuels		Taux trimestriels		
	2011	2012	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2011	2012	2013 T1	2013 T2	2013 T3
Ensemble de l'économie	0,2	-0,6	-0,5	-0,1	0,0	0,2	-1,4	-1,0	0,7	0,1
<i>dont :</i>										
Agriculture et pêche	-2,1	-2,0	-1,4	1,9	-0,4	-3,1	-2,9	-0,5	0,8	-0,4
Industrie	-1,1	-2,1	-0,8	-0,6	-0,3	-0,8	-3,3	-1,6	1,1	-0,2
Hors construction	0,0	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3	0,7	-2,0	-1,2	1,4	-0,1
Construction	-3,8	-4,6	-1,6	-1,1	-0,3	-3,9	-6,1	-2,4	0,6	-0,5
Services	0,7	-0,1	-0,3	0,0	0,1	0,8	-0,7	-0,8	0,5	0,2
Commerce et transport	0,6	-0,8	-0,4	0,0	0,0	0,3	-1,6	-0,8	0,7	0,3
Information et communication	1,2	1,2	-0,2	0,1	-0,1	1,4	0,6	0,0	0,3	-0,4
Activités financières et d'assurance	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,8	-0,2	0,3	0,1
Activités immobilières	0,3	-0,6	-0,7	0,5	0,4	0,9	-1,4	-0,1	1,0	-0,3
Activités spécialisées	2,5	0,7	-0,6	0,5	0,4	2,7	0,4	-1,0	0,8	0,3
Administration publique	0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,5	-0,5	-0,9	0,4	0,1
Autres services ¹⁾	0,1	0,7	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,4

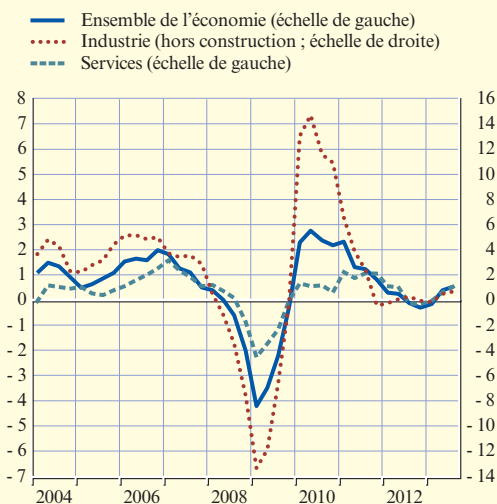
Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données se rapportent à l'Euro 18.

1) Y compris les services aux ménages, les activités artistiques et celles des organismes extraterritoriaux

Graphique 31 Productivité du travail par personne employée

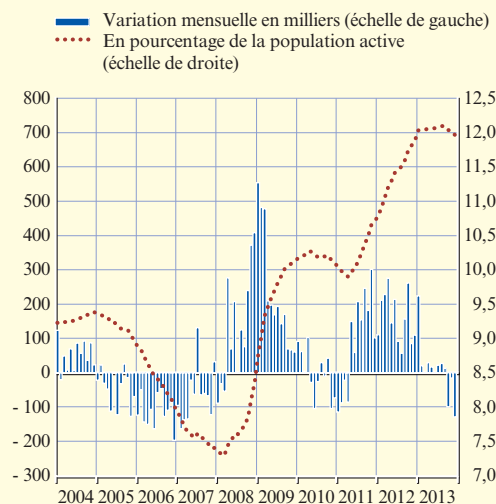
(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
Note : Les données se rapportent à l'Euro 18.

Graphique 32 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat
Note : Les données se rapportent à l'Euro 18.

de 4,7 points de pourcentage le niveau de mars 2008, qui a marqué le creux conjoncturel précédant le début de la crise financière.

4.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Les évolutions des données et des enquêtes récentes vont dans le sens d'une poursuite de la reprise modérée de l'activité au dernier trimestre 2013. Pour la suite, la précédente évaluation de la croissance économique se confirme. La production de la zone euro devrait se redresser lentement. En particulier, on devrait observer une légère hausse de la demande intérieure, à la faveur de l'orientation accommodante de la politique monétaire, de l'amélioration des conditions de financement et des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, les revenus réels bénéficient d'une hausse limitée des prix de l'énergie. L'activité économique devrait également bénéficier d'un raffermissement graduel de la demande extérieure adressée à la zone euro. Cela étant, même si le chômage se stabilise dans la zone euro, il demeure élevé et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur le rythme de la reprise économique.

Les résultats de la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels montrent que les perspectives de croissance et d'évolution du taux de chômage pour 2014 et 2015 demeurent globalement inchangées par rapport à la précédente campagne d'enquête (cf. encadré 8 de la section 3).

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse. Les évolutions des conditions sur les marchés monétaires et financiers à l'échelle mondiale et les incertitudes qui y sont associées, notamment dans les économies de marché émergentes, pourraient influencer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à une demande intérieure et une croissance des exportations plus faibles que prévu ainsi qu'à une mise en œuvre trop lente ou insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

ARTICLES

EXTENSIONS DES MODÈLES D'ÉVALUATION DE LA MONNAIE ET DU CRÉDIT



L'évolution permanente du paysage économique et financier de la zone euro, notamment lors de la récente crise financière, pose constamment de nouvelles questions et de nouveaux défis à l'analyse monétaire exhaustive de la BCE, de même qu'à toute tentative d'analyse visant à comprendre les effets de la politique monétaire. Il faut par conséquent adopter de nouvelles perspectives, mobiliser des sources d'information supplémentaires et développer et étendre les outils d'analyse.

Au cours des dernières années, il est devenu nécessaire pour l'analyse monétaire de la BCE d'identifier plus clairement les signaux d'alerte provenant de la monnaie et indiquant des risques systématiques à la baisse pesant sur la stabilité des prix. En outre, cette analyse a été confrontée à des accès d'incertitude accrue, qui ont menacé de brouiller le contenu informatif des évolutions monétaires. De plus, elle a dû tenir compte d'une éventuelle restriction de l'offre de crédit bancaire, dans des proportions différentes selon le pays, le secteur économique et la taille de la société emprunteuse. Le présent article examine certaines des extensions récentes des modèles utilisés par l'analyse monétaire exhaustive de la BCE qui répondent à ces défis.

I INTRODUCTION

Tout cadre analytique censé contribuer au processus d'élaboration de la politique monétaire est confronté en permanence à un paysage économique et financier en constante évolution, aux progrès des méthodologies et des techniques, ainsi qu'à l'augmentation du flux d'informations et à l'amélioration de la disponibilité de ces informations. Ce constat est valable pour le cadre de l'analyse monétaire de la BCE aussi bien que pour toute autre tentative d'analyse visant à comprendre les effets de la politique monétaire. Le maintien de la pertinence de l'analyse des évolutions de la monnaie et du crédit nécessite par conséquent d'investir de façon systématique dans les outils d'analyse qui la sous-tendent et qui forment, conjointement avec l'expertise institutionnelle, le fondement de l'analyse monétaire. La BCE a réalisé sans relâche cet investissement, que le Conseil des gouverneurs a formalisé en 2007 en approuvant un programme de recherche destiné à renforcer l'analyse monétaire ¹.

Cependant, les efforts d'amélioration de l'analyse monétaire n'ont pas cessé avec l'achèvement de ce programme. Les nouveaux défis posés par la crise financière ont intensifié la nécessité de développer et d'affiner les outils utilisés. C'est ainsi que durant la crise, l'analyse monétaire de la BCE a dû identifier plus clairement les régimes monétaires susceptibles d'exposer durablement le cadre de la politique monétaire de la zone euro à des risques à la baisse pour la stabilité des prix. En outre, la crise a entraîné des épisodes d'incertitude accrue, qui menaçaient de fausser la valeur informative des évolutions monétaires quant à l'activité économique future. Enfin, les difficultés provenant du secteur bancaire ont ravivé les inquiétudes selon lesquelles les contraintes sur l'offre de financement à l'économie réelle pourraient réduire l'activité économique. Le caractère extrêmement hétérogène de ce phénomène selon le pays, le secteur emprunteur et la taille de l'entreprise constituait un défi supplémentaire. Le présent article illustre certaines des extensions des modèles utilisés par l'analyse monétaire exhaustive de la BCE qui ont été réalisées pour répondre à ces défis. En ce sens, il fournit à cet égard un bilan intérimaire de certains travaux que la BCE mène actuellement pour continuer de perfectionner son analyse monétaire.

¹ Les pistes de recherche suivies et les résultats correspondants sont décrits par L. D. Papademos et J. Stark (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE (2010). L'article intitulé *Perfectionner l'analyse monétaire* du *Bulletin mensuel* de novembre 2010 en a également présenté un résumé.

2 L'UTILISATION DES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES POUR ÉVALUER LES TENDANCES DE L'INFLATION ET L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

L'analyse monétaire de la BCE utilise les indicateurs de risque d'inflation basés sur la monnaie depuis le début de l'Union monétaire. Ces outils fournissent un moyen pratique de résumer et de synthétiser un vaste ensemble d'informations détaillées. Ils font donc partie intégrante de l'évaluation globale des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen et long terme, en exploitant les robustes propriétés d'indicateur avancé de la croissance de l'agrégat monétaire large pour les tendances de l'inflation. Dans le même temps, le contenu informatif des variables monétaires ne se résume pas uniquement au lien de moyen et long terme existant entre la monnaie et les évolutions des prix. C'est ainsi que les évolutions monétaires peuvent être utilisées, par exemple, pour obtenir des informations sur la dynamique du cycle d'activité et du cycle financier. Cette section présente certains prolongements récents apportés à la panoplie des outils d'analyse utilisés par la BCE pour exploiter les informations pertinentes contenues dans la monnaie.

2.1 L'UTILISATION DE M3 POUR PRÉVOIR LES MODIFICATIONS DU RÉGIME D'INFLATION

La stratégie de politique monétaire de la BCE attribue un rôle déterminant à l'analyse monétaire pour identifier les risques pesant sur la stabilité des prix aux horizons à moyen et long terme : il apparaît que les informations pertinentes contenues dans les évolutions monétaires concernant les perspectives en matière de prix sont concentrées dans les mouvements à basse fréquence des quantités monétaires (en moyenne sur de longues périodes). Il est donc particulièrement pertinent de mettre en œuvre ce rôle en utilisant le contenu informatif de la monnaie pour fournir des signaux d'alerte précoce des glissements s'opérant entre des régimes d'inflation distincts. L'analyse monétaire de la BCE a, depuis un certain temps déjà, adopté cette approche en utilisant le modèle d'Amisano et Fagan (2010)^{2,3}. Cette approche considère deux régimes possibles d'inflation : un régime d'inflation « faible » (caractérisé par un taux d'inflation moyen de 1,6 %) et un régime d'inflation « élevée » (avec un taux d'inflation moyen de 3,8 %). Le régime d'inflation « faible » contient donc des taux d'inflation « bénins » largement conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation autour de niveaux « inférieurs à, mais proches de 2 % » à moyen terme, ainsi que des taux d'inflation fluctuant entre des fourchettes numériques plus basses et qui peuvent être considérés, s'ils persistent, comme moins conformes à cet objectif. La décision d'utiliser deux régimes d'inflation s'explique par l'extrême rareté de taux d'inflation très faibles dans l'histoire de la zone euro et des États membres qui la composent.

Toutefois, il est devenu nécessaire d'établir une distinction plus précise entre les régimes monétaires clairement conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs décrit ci-dessus et les régimes monétaires susceptibles d'exposer le cadre de politique monétaire de la zone euro à des risques systématiques à la baisse pour la stabilité des prix. L'approche initiale a donc été étendue pour tenir compte des écarts à la baisse par rapport au régime « bénin » de stabilité des prix, malgré les difficultés empiriques mentionnées précédemment.

2 Cf. G. Amisano et G. Fagan, *Money growth and inflation : a regime switching approach*, Working Paper Series de la BCE n° 1207 (juin 2010) et G. Amisano et G. Fagan, *Money growth and inflation : a regime switching approach*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 33 (2013).

3 Pour l'utilisation du modèle d'Amisano et Fagan par la BCE, cf. l'encadré intitulé *Les évolutions monétaires en tant qu'indicateur d'inflation* dans l'article intitulé *Perfectionner l'analyse monétaire* du *Bulletin mensuel* de novembre 2010 et *Money-based inflation risk indicators : principles and approaches* dans *Enhancing monetary analysis*, L. D. Papademos et J. Stark (eds.), BCE (2010), chapitre 4.

Dans le modèle élargi, l'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH a trois régimes : a) un régime d'inflation « faible » assorti d'une moyenne spécifique à chaque État calibrée à 0,5 %⁴ ; b) un régime d'inflation « moyenne », qui est interprété comme étant compatible avec la communication du Conseil des gouverneurs de 2003 relative à l'objectif poursuivi à moyen terme ; et c) un régime d'inflation « élevée », dans lequel l'inflation est bien supérieure aux valeurs compatibles avec la stabilité des prix.

Le modèle peut être utilisé pour attribuer aux taux d'inflation observés des probabilités de se situer dans chacun des trois régimes à un moment donné⁵. Il s'agit de caractérisations de valeurs d'inflation observées et non de prévisions des futurs régimes d'inflation.

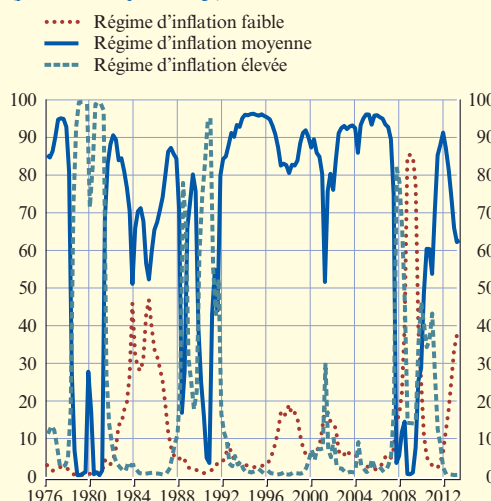
Du point de vue de la politique monétaire, l'intérêt fondamental de cette approche réside dans son exploitation des propriétés d'indicateur avancé de la monnaie pour fournir des signaux d'alerte précoce quant aux modifications futures du régime d'inflation. Comme dans la spécification initiale du modèle Amisano et Fagan, les probabilités de passer d'un régime à un autre (c'est-à-dire les probabilités de transition) peuvent varier au fil du temps en fonction d'une mesure lissée de la croissance de M3 pour la zone euro. Il est important de noter que ce sont les valeurs retardées de cette mesure qui sont utilisées pour l'estimation des probabilités de transition : ce modèle peut donc être utilisé pour estimer les probabilités de transition jusqu'à neuf trimestres à l'avance. Il convient toutefois de souligner que l'incertitude entourant ces estimations augmente à mesure que l'horizon de projection est prolongé.

Deux résultats de la nouvelle spécification du modèle Amisano et Fagan méritent d'être mentionnés. En premier lieu, la probabilité attribuée par le modèle au régime d'inflation moyenne est de 63 %, à compter du troisième trimestre 2013 (cf. graphique 1). Par conséquent, malgré le fléchissement récent de cette estimation, le modèle continue de considérer un régime conforme à la stabilité des prix comme la caractérisation la plus probable de la situation actuelle de l'inflation.

En deuxième lieu, la probabilité que la zone euro demeure à l'avenir dans le régime d'inflation moyenne, étant donné qu'il s'agit de son régime actuel, reste très élevée (plus de 90 %) sur l'ensemble de la période allant jusqu'au quatrième trimestre 2015 (cf. graphique 2). En revanche, la transition

Graphique 1 Probabilités d'affectation selon le régime d'inflation

(probabilités en pourcentage)

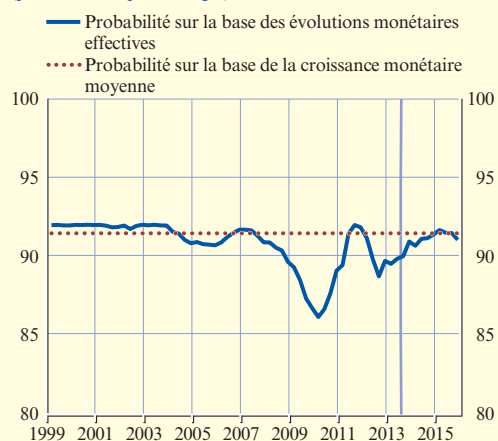


4 La calibration du régime d'inflation faible devait trouver un équilibre entre la rareté des périodes observées d'inflation faible et la nécessité d'une robustesse empirique. L'expérimentation de différentes valeurs attribuées à la moyenne de ce régime n'a cependant pas entraîné de résultats différents sur le plan qualitatif. Pour le modèle élargi, cf. G. Amisano, R. Colavecchio et G. Fagan, *A money-based indicator for deflation risk*, DEP Discussion Paper, Macroeconomics and Finance Series 1/2014, Hamburg University (janvier 2014).

5 Les régimes d'inflation ne sont pas observables en eux-mêmes mais doivent être compris comme le reflet de chiffres d'inflation persistants proches d'une valeur centrale spécifique à un régime. Par conséquent, des chiffres d'inflation isolés ne peuvent pas être attribués de façon mécanique à un régime spécifique en les comparant à un ensemble de seuils préalablement défini. En revanche, le modèle peut être utilisé pour estimer la probabilité que, pour chaque moment de l'histoire connue, l'inflation se situe dans chacun des trois régimes possibles. Il s'agit de probabilités lissées, c'est-à-dire qu'elles tiennent compte des données complètes de l'échantillon et non pas simplement des dernières données.

Graphique 2 Probabilité de rester dans le régime d'inflation moyenne étant donné que l'économie se situait dans ce régime au trimestre précédent

(probabilités en pourcentages)

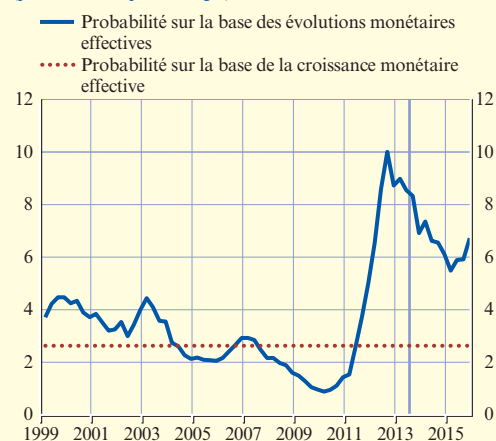


Source : Calculs de la BCE sur la base des extensions du modèle Amisano et Fagan.

Notes : La ligne verticale indique le début de la période pour laquelle les observations effectives de l'inflation ne sont pas disponibles. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013.

Graphique 3 Probabilité de passer d'un régime d'inflation moyenne à un régime d'inflation faible

(probabilités en pourcentages)



Source : Calculs de la BCE sur la base des extensions du modèle Amisano et Fagan.

Notes : La ligne verticale indique le début de la période pour laquelle les observations effectives de l'inflation ne sont pas disponibles. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013.

d'un régime d'inflation moyenne à un régime d'inflation faible est considérée comme peu probable (inférieure à 10 %), même si elle est plus élevée qu'avant 2011 (cf. graphique 3).

L'influence du récent ralentissement de l'expansion monétaire sur l'augmentation, depuis début 2012, de la probabilité d'un régime d'inflation faible peut être évaluée en comparant la ligne continue du graphique 3 (c'est-à-dire la probabilité de transition estimée d'après les évolutions monétaires effectives) avec la ligne horizontale en pointillés. Cette dernière illustre la probabilité de passer du régime d'inflation moyenne au régime d'inflation faible, calculée en fixant la variable de l'indicateur monétaire au niveau de sa moyenne d'échantillon⁶. La probabilité correspondant aux évolutions monétaires effectives est actuellement supérieure à la probabilité correspondant aux conditions monétaires moyennes et devrait le rester, selon les prévisions. Cette approche ne propose pas, par nature, une interprétation des mécanismes économiques donnant naissance aux propriétés d'indicateur avancé des évolutions monétaires pour l'inflation. Une telle interprétation nécessite une approche structurelle. L'encadré 1 permet de mieux cerner l'utilisation d'une telle approche pour identifier les facteurs économiques communs à l'origine des évolutions de la monnaie et des prix et dont l'influence apparaît de façon plus précoce dans la dynamique monétaire que dans l'inflation.

Dans l'ensemble, selon les résultats de cet indicateur d'alerte précoce des risques pesant sur la stabilité des prix, indicateur fondé sur la monnaie et comportant trois régimes d'inflation, la probabilité que les évolutions des prix puissent s'ancrer de façon durable dans un régime d'inflation faible demeure limitée, même si elle n'est pas à négliger. En s'appuyant sur des canaux de transmission qui utilisent des indicateurs non standards des risques pesant sur la stabilité des prix, cette analyse permet un recoupement précieux des projections d'inflation, qui sont fondées essentiellement sur des indicateurs économiques réels.

6 La probabilité de transition correspondant à la croissance de M3 fixée à la valeur de référence de la BCE (soit 4,5 % par an) est proche de celle correspondant à la croissance monétaire moyenne.

Encadré I

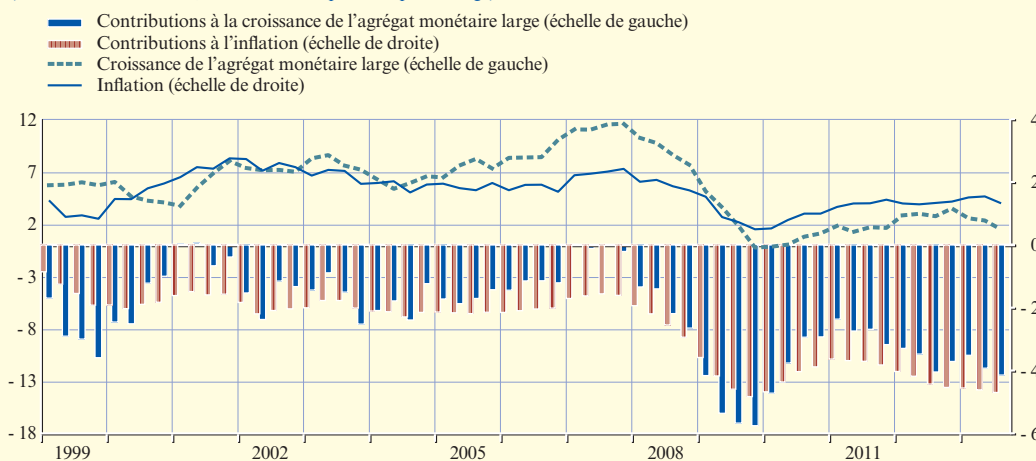
LE LIEN ENTRE MONNAIE ET INFLATION À TRAVERS LE PRISME D'UN MODÈLE STRUCTUREL

Cet encadré apporte un éclairage sur les facteurs communs qui sous-tendent la dynamique des agrégats monétaires et de l'inflation à travers le prisme d'un modèle structurel estimé en utilisant les données de la zone euro depuis 1999¹. La nature structurelle du modèle contribue à expliquer les fluctuations économiques observées en termes de facteurs exogènes (c'est-à-dire de chocs structurels), chacun d'entre eux ayant des implications différentes pour la dynamique macroéconomique. Il est notamment possible de mesurer la contribution de chaque choc à la dynamique d'une variable observée donnée².

Le présent encadré s'intéresse à l'identification des facteurs communs qui sous-tendent la croissance monétaire et l'inflation. Il n'a pas vocation à examiner la relation à long terme entre la monnaie et le niveau des prix, telle que décrite dans Benati³, mais plutôt à répondre aux questions suivantes : quels sont les chocs structurels qui font évoluer la croissance de la monnaie et l'inflation dans la même direction à court et à moyen terme et quelle est la structure typique du décalage (avance/retard) des chocs qui, selon le modèle, apportent la contribution la plus importante à la croissance des agrégats monétaires et à l'inflation. L'analyse porte sur la période allant du premier trimestre 1999 au troisième trimestre 2013.

Graphique A Croissance de l'agrégat monétaire large, inflation et contributions des chocs

(taux de variation annuel ; contributions en points de pourcentage)



Sources : BCE, Eurostat et calculs BCE reposant sur le modèle CMR

Notes : Les contributions à la croissance de la monnaie et à l'inflation découlent de la décomposition des chocs historiques et incluent les contributions du niveau global du risque et de la demande de consommation/d'investissement. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013.

- 1 Le modèle est appelé modèle Christiano, Motto et Rostagno ou modèle CMR et appartient à la famille des modèles d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE). Il comprend 16 variables, allant de l'activité économique aux marchés des biens et services et du travail, en passant par la monnaie et le secteur financier de l'économie. Cf. L. Christiano, M. Rostagno, et R. Motto, *Financial factors in economic fluctuations*, Working Paper Series n°1192, BCE, mai 2010.
- 2 Pour la décomposition des chocs affectant les variables de la zone euro, cf. S. Fahr, R. Motto, M. Rostagno, F. Smets, et O. Tristani, *A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past*, Economic Policy, vol. 28, 2013, ou l'encadré intitulé *Évolutions monétaires et dynamique macroéconomique : une interprétation structurelle* de l'article *Perfectionner l'analyse monétaire* du *Bulletin mensuel* de novembre 2010.
- 3 Le modèle structurel se concentre essentiellement sur les corrélations aux fréquences correspondant au cycle d'activité, bien que les variables monétaires et le niveau des prix évoluent en parallèle à long terme. Pour les travaux portant sur la relation à court terme et à long terme entre monnaie et inflation, cf. l'encadré intitulé *Causalité à court et long termes de M3 sur l'inflation dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juillet 2007 et, s'agissant spécifiquement de la relation à long terme, cf. L. Benati, *Long run evidence on money growth and inflation*, Working Paper Series, n°1027, BCE, mars 2009.

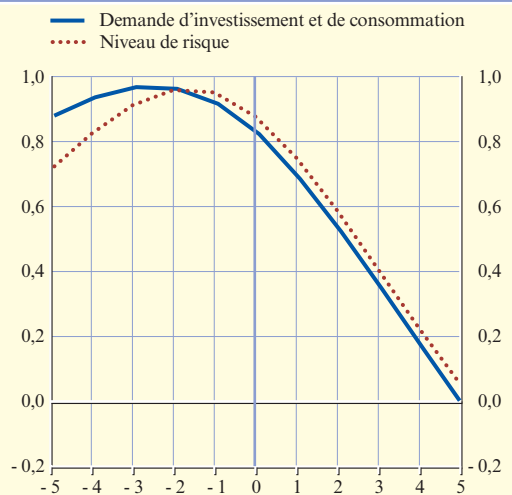
Les données tirées du modèle tendent à démontrer que deux types de chocs sont particulièrement importants dans les corrélations qui se forment entre la croissance de M3 et l'inflation. Le premier type de choc émane principalement du secteur monétaire et financier de l'économie et est lié au degré de risque présenté par les contrats financiers et la valorisation du patrimoine des emprunteurs. Le second type de choc provient de l'économie réelle et se rapporte essentiellement à la demande de consommation et d'investissement.

Le graphique A présente les contributions de ces chocs à la croissance de l'agrégat monétaire large et de l'inflation. Ces chocs ont apporté une contribution négative significative à la croissance de M3 et à l'inflation, surtout entre 2008 et 2010. Cette situation est conforme à l'interprétation selon laquelle les tensions observées dans le secteur financier et la chute brutale de l'investissement ont entraîné une forte réduction de la création de crédit et de monnaie. Par conséquent, les tensions inflationnistes se sont également atténuées, mais à un moindre degré et avec un décalage ⁴.

Afin d'analyser la structure du décalage habituellement observé entre la croissance monétaire et l'inflation, le graphique B présente la corrélation dynamique de la contribution de ces deux types de chocs à ces variables avec différents décalages. Les chiffres négatifs/positifs de l'axe des abscisses représentent le nombre de trimestres de retard/d'avance des contributions à l'inflation par rapport aux contributions à la croissance de M3. Le graphique montre que les contributions à la croissance monétaire précèdent de quelques trimestres les contributions à l'inflation, la structure exacte de l'avance étant fonction du type de choc. Une accélération de la croissance monétaire due à ces types de chocs devrait par conséquent être suivie de hausses de l'inflation quelques trimestres plus tard. Les agrégats monétaires sont donc utiles pour évaluer la transmission de ces chocs aux taux d'inflation futurs.

Deux principaux canaux de transmission peuvent expliquer la structure du décalage des contributions entre les variables de ce modèle. Premièrement, les chocs positifs liés à la demande d'investissement et de consommation favorisent les dépenses supplémentaires, qui requièrent la création de moyens de paiement monétaires. À mesure que les dépenses augmentent, des tensions inflationnistes se créent. Deuxièmement, les chocs favorables liés au risque attaché aux garanties, à leur valeur et à leur disponibilité pour effectuer des emprunts et des investissements plus importants affectent la dynamique du crédit et de la monnaie et, dans le même temps, renforcent la demande et l'inflation ⁵.

Graphique B Corrélation entre les contributions des chocs à la croissance de l'agrégat monétaire large et à l'inflation



Source : Calculs de la BCE reposant sur le modèle CMR

Notes : Les valeurs sur l'axe des abscisses indiquent les avances et les retards de l'inflation (variation annuelle du déflateur du PIB) par rapport à la croissance de l'agrégat monétaire large (M3). Les valeurs négatives indiquent le nombre de trimestres de retard de la série relative à l'inflation par rapport à la croissance de M3.

⁴ L'inflation n'a pas fléchi à hauteur de la contribution des chocs en raison d'effets antagonistes émanant d'autres chocs, notamment le recul de la productivité.

⁵ La réponse dynamique à un choc de risque est également examinée dans l'encadré intitulé *Le comportement des banques et les évolutions macroéconomiques* de l'article intitulé *L'offre de monnaie : le comportement des banques et ses implications pour l'analyse monétaire* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2011.

Dans l'ensemble, il ressort de l'analyse que les chocs émanant du secteur monétaire et financier de l'économie jouent un rôle crucial pour expliquer le co-mouvement de la croissance monétaire et de l'inflation. Elle confirme les résultats antérieurs indiquant que les évolutions des agrégats monétaires contiennent effectivement des informations sur les perspectives d'évolution de l'inflation. Par conséquent, les prévisions d'inflation fondées sur la monnaie peuvent améliorer les anticipations fondées sur l'analyse économique, comme l'ont montré Fischer *et al.* ⁶.

⁶ B. Fischer, M. Lenza, H. Pill, et L. Reichlin, *Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006*, Journal of International Money and Finance, vol. 28, 2009.

2.2 LES PROPRIÉTÉS D'INDICATEUR AVANCÉ DE M1 POUR L'ACTIVITÉ

Selon un fait empirique bien établi dans la zone euro, les points de retournement de M1 en termes réels précèdent généralement ceux du PIB en volume ⁷. Sur le plan économique, cette relation semble découler du fait que les encaisses liquides sont essentiellement détenues dans M1 à des fins de transaction : leur augmentation laisse donc présager une progression des dépenses. Il arrive cependant que d'autres motifs de détention de M1 puissent entrer en ligne de compte et éventuellement devenir dominants : en période d'incertitude accrue, par exemple, les considérations de portefeuille peuvent favoriser les actifs non risqués, fortement liquides, tels que les dépôts inclus dans M1. Dans ce cas, la question se pose de savoir si ces flux vers M1, motivés par des considérations de portefeuille, risquent de fausser ou même de détruire les propriétés d'indicateur avancé de cet agrégat pour l'activité économique réelle.

Pour apporter une réponse, la dynamique de M1 en termes réels est interprétée en utilisant un modèle vectoriel autorégressif à paramètres variables dans le temps (TV-VAR) ⁸. Cette approche propose une représentation statistique extrêmement flexible des données, permettant des variations au fil du temps dans la relation dynamique entre les variables. Elle constitue donc un cadre particulièrement approprié pour évaluer le contenu informatif des variables monétaires dans une période où le niveau très faible des taux à court terme a pu altérer la préférence des détenteurs de monnaie pour les instruments liquides et la relation historique de M1 avec les autres variables économiques ⁹.

La théorie économique peut informer le modèle TV-VAR de telle sorte qu'il puisse être utilisé pour décomposer les évolutions observées de M1 entre les contributions des différentes forces sous-jacentes qui les entraînent ¹⁰. Le graphique 4 illustre cette décomposition, en identifiant les différentes contributions à la croissance de M1 en termes réels (perturbations des préférences du secteur privé en matière de dépenses et de la productivité et perturbations du niveau du coût d'opportunité de la détention de M1). Cette décomposition montre comment les forces de la demande agrégée et de la productivité ont façonné la composante conjoncturelle de la croissance de M1 en termes réels, notamment le frein que ces deux forces ont exercé sur la croissance de M1 au cours de la récession de 2007-2008 et plus récemment.

⁷ Cf. l'encadré intitulé *Faits stylisés relatifs à la monnaie et au crédit au cours du cycle d'activité* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2013.

⁸ Ce modèle, qui présente également la volatilité stochastique, est basé sur la méthodologie présentée par L. Gambetti et A. Musso, *Loan supply shocks and the business cycle*, Working Papers Series de la BCE n°1469 (septembre 2012). La spécification utilisée ici comprend le PIB en volume, le déflateur du PIB, un taux d'intérêt à court terme du marché monétaire et M1 déflaté en utilisant le déflateur du PIB.

⁹ En effet, la littérature macroéconomique empirique récente a montré que les modèles multivariés à paramètres variables dans le temps et à volatilité stochastique présentent certains avantages pour l'analyse structurelle en présence de variations potentielles des relations qui ont pu se produire ces dernières années en raison de la tendance des taux d'intérêt à court terme à se rapprocher de la borne du taux zéro. Cf., par exemple, C. Baumeister et L. Benati, *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession : Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound*, *International Journal of Central Banking*, Vol. 9-2 (2013).

¹⁰ De façon plus formelle, cela implique d'imposer des restrictions de signes identifiables, tirés de modèles théoriques tels que J. Andrés, J. D. López-Salido et E. Nelson, *Money and the natural rate of interest : Structural estimates for the United States and the euro area*, *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 33 (2009).

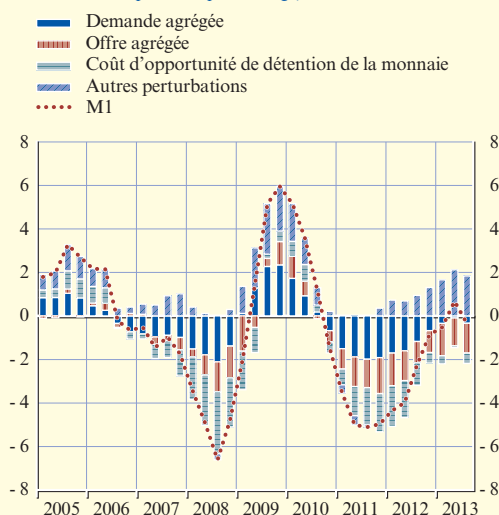
La décomposition laisse également penser que la dynamique de M1 a été fortement influencée par « d'autres » facteurs. Ces facteurs ont notamment poussé à la hausse la croissance de M1 en termes réels entre le quatrième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2010, puis de nouveau à partir du troisième trimestre 2011¹¹. Ces deux périodes se sont caractérisées par un renforcement des tensions financières, imputables à la faillite de Lehman Brothers pour la première période et à l'intensification des tensions sur les marchés européens de la dette souveraine pour la deuxième période ; celles-ci se sont répercutées sur le secteur bancaire de la zone euro et sur le système financier dans son ensemble. Les tensions sur les marchés financiers se produisent généralement dans un contexte d'augmentation de l'incertitude concernant la valorisation des actifs financiers et réels et elles ont donc une incidence sur les décisions d'allocation de portefeuille. L'incertitude accroît généralement la valeur de l'attente : elle incite à reporter les décisions de dépense et d'investissement et, donc, à thésauriser. Dans ce cas, l'accroissement de la détention de M1 ne présage pas de hausses imminentes des dépenses. Le graphique 5 montre que la contribution des « autres » facteurs à la croissance de M1 est assez étroitement liée aux mesures de l'incertitude financière au cours de cette période, comme ce fut également le cas lors de la faillite de Lehman Brothers. Cette contribution est donc imputable, au moins en partie, aux variations de la demande de M1 liées à l'incertitude.

Sous l'influence de la contribution positive des « autres » facteurs fin 2011 (cf. graphique 5), la croissance de M1 en termes réels a enregistré un point de retournement près de deux ans (sept trimestres environ) avant le point de retournement de la croissance du PIB en volume (cf. graphique 6). Cela représente un écart par rapport à l'avance traditionnelle de trois à quatre trimestres observée entre les points de retournement de M1 en termes réels et les points de retournement de l'activité réelle. Toutefois, une mesure contrefactuelle de la croissance de M1 qui exclut la contribution des « autres » facteurs (et qui peut donc être considérée comme largement à l'abri des effets des variations de la demande de monnaie liées à l'incertitude au cours de cet épisode) a enregistré un point de retournement seulement au quatrième trimestre 2011. Cela correspond à une avance de cinq trimestres seulement par rapport au point bas de la croissance du PIB en volume, ce qui est globalement conforme à la régularité historique. Par conséquent, en neutralisant les effets de l'incertitude sur les évolutions observées de M1, la cohérence des propriétés d'indicateur avancé de M1 pour les points de retournement du PIB en volume pourrait être largement restaurée. L'utilisation d'une série « corrigée » de M1 comme indicateur avancé de l'activité économique a ainsi permis d'éviter une interprétation erronée des chiffres affichés par M1 au cours de cet épisode. Même si elle est importante, cette analyse reste partielle et la relation entre l'agrégat étroit de monnaie, les mesures de l'incertitude et l'activité économique doit être intégrée de façon plus formelle dans les modèles économiques.

¹¹ Dans ce deuxième épisode, l'incidence n'est devenue visible dans la contribution au taux de croissance annuel qu'au quatrième trimestre 2011.

Graphique 4 Les moteurs des évolutions de M1 en termes réels

(taux de variation annuel ; écarts par rapport à la moyenne ; contributions en points de pourcentage)

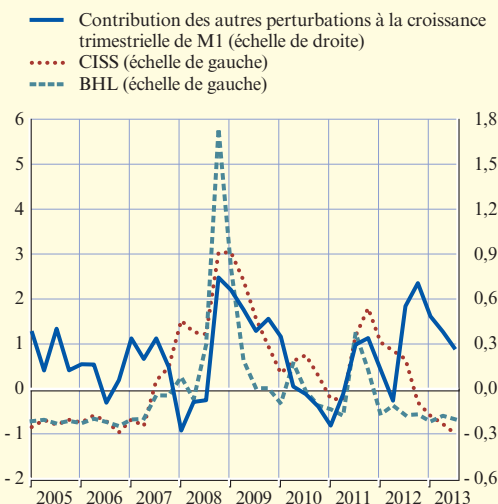


Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Cette ventilation du taux de croissance annuel de M1 en termes réels est basée sur un taux de croissance moyen de 5,5% entre 1999 et 2013. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013.

Graphique 5 Mesures de l'incertitude financière et contributions des « autres » facteurs à la croissance trimestrielle de M1

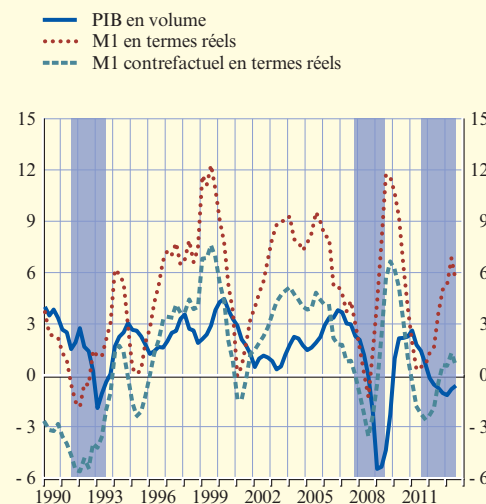
(contributions en points de pourcentage ; indice)



Sources : Thomson Reuters, BCE et calculs de la BCE.
 Notes : Le CISS est l'indicateur composite des tensions systémiques. Pour plus de détails, cf. D. Hollo, M. Kremer et M. Lo Duca, *CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system*, Working Paper Series n° 1426 de la BCE, Francfort-sur-le-Main (mars 2012). Le BHL fait référence à l'indice calculé par G. Bekaert, M. Hoerova et M. Lo Duca dans l'article intitulé *Risk, uncertainty and monetary policy*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60 (2013). Les mesures d'incertitude ont été normalisées à la moyenne zéro et à un écart type de 1. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013.

Graphique 6 Croissance du PIB en volume, croissance de M1 en termes réels et croissance de M1 ajustée en termes réels

(taux annuel de variation)



Sources : BCE, Eurostat et CEPR.
 Notes : Les zones ombrées délimitent les récessions de la zone euro telles qu'identifiées par le *CEPR Business Cycle Dating Committee*. Pour le calcul de la série M1 ajustée en termes réels, cf. le corps du texte. Toutes les variables sont déflatées par le déflatateur du PIB. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013.

3 ANALYSE DE L'AGRÉGAT PRÊTS DES IFM AU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER DE LA ZONE EURO

CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES

Ces dernières années, les évolutions des prêts au secteur privé dans la zone euro ont été influencées par des facteurs spécifiques associés à la crise économique et financière. Elles vont de modifications persistantes de l'aversion au risque et de la perception du risque par les agents économiques concernés par les marchés du crédit (à savoir les prêteurs, les emprunteurs réels ou potentiels et les investisseurs) jusqu'à un certain nombre de mesures non conventionnelles de politique monétaire visant à rétablir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. De plus, la crise de la dette souveraine, entre autres facteurs, a entraîné une hétérogénéité accrue entre pays selon plusieurs dimensions, notamment une fragmentation atypique des marchés du crédit.

Ces évolutions ont fait naître de nouvelles difficultés pour l'analyse des prêts consentis au secteur privé non financier. Pour les résoudre, de nouvelles données ont été rendues disponibles, allant de données tirées de nouvelles enquêtes comme l'Enquête sur l'accès au financement des petites et moyennes entreprises dans la zone euro¹² jusqu'à des données individuelles relatives aux IFM (depuis septembre 2012, cf. encadré 2). Outre de nouvelles données, des progrès dans la modélisation ont été nécessaires pour analyser la croissance des prêts dans le contexte actuel. Certains de ces progrès récents sont illustrés dans les sous-sections qui suivent, en particulier des extensions des cadres disponibles pour la modélisation de la demande de prêts, de nouveaux modèles pour la prévision conditionnelle des prêts et des extensions

¹² Ces données d'enquêtes sont disponibles à partir de 2009. Pour les dernières données disponibles, cf. l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro : avril à septembre 2013*, du *Bulletin mensuel* de novembre 2013

des modèles empiriques d'analyse structurelle, à savoir pour l'identification des restrictions à l'offre de prêts. Les progrès présentés ici doivent être considérés comme des exemples illustrant des techniques utilisées pour l'analyse de la croissance des prêts, qui sont l'objet d'améliorations constantes.

PROGRÈS DE LA MODÉLISATION DE LA DEMANDE DE PRÊTS

Le ralentissement de la croissance annuelle des prêts au secteur privé observé depuis mi-2011 a soulevé un certain nombre de questions importantes pour la politique monétaire. Une question essentielle est de savoir si le secteur bancaire fournit des fonds aux sociétés non financières et aux ménages en quantité suffisante pour soutenir la reprise de l'investissement privé et de la consommation, ou s'il subsiste des problèmes structurels ou d'autres déficiences qui freinent les perspectives de reprise. À ce titre, l'évaluation des évolutions des concours bancaires au secteur privé non financier, c'est-à-dire des prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières, devient une tâche essentielle. D'une part, cela découle de l'importance toujours primordiale des prêts des IFM comme source de financement pour les sociétés non financières (ainsi que pour les ménages) dans la zone euro, même si le rôle des émissions de titres de créance par les entreprises s'est accru depuis le début de la crise¹³. D'autre part, les sociétés non financières et les ménages représentent les principaux secteurs déterminant la demande intérieure privée, tandis que les intermédiaires financiers non monétaires (les sociétés d'assurance et fonds de pensions et les autres intermédiaires financiers) font généralement reposer leurs décisions sur des considérations financières, ce qui se traduit par une plus grande volatilité des flux de prêts destinés à ce secteur.

Ainsi, une question centrale consiste à savoir si l'offre de prêts des IFM au secteur privé non financier est suffisante pour soutenir le redressement de l'activité économique. Cette question peut être traitée en effectuant des simulations tenant compte du stade du cycle d'activité et des relations historiques entre les variables dans le contexte de modèles de demande de prêts standard. Toutefois, ces modèles doivent être adaptés aux circonstances actuelles. Ils doivent non seulement se focaliser sur le secteur privé non financier, par opposition à l'ensemble du secteur privé, afin de faire abstraction de la volatilité excessive provenant des forces du marché de nature purement financière, mais tenir compte également de facteurs supplémentaires qui sont devenus des moteurs potentiellement importants des prêts bancaires. Il s'agit notamment des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE introduites dans la zone euro ces dernières années pour soutenir le système bancaire et donc, indirectement, les marchés du crédit (depuis les mesures de « soutien renforcé au crédit » à partir d'octobre 2008 jusqu'aux deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans annoncées en décembre 2011). En outre, la crise s'est traduite par de fortes tensions sur les revenus et les bilans des entreprises et des banques et a entraîné des modifications significatives de l'aversion au risque et de la perception du risque.

Compte tenu des considérations ci-dessus, le modèle de demande de prêts standard utilisé dans la zone euro depuis le début de la phase III de l'UEM dans le contexte des projections macroéconomiques trimestrielles des services de la BCE et de l'Eurosystème et de l'analyse monétaire, reposant sur l'approche du modèle vectoriel à correction d'erreur (*vector error-correction model* – VECM), a connu des modifications considérables¹⁴. Celles-ci recouvrent l'abandon des prêts au secteur privé au profit des prêts au secteur privé non financier et l'introduction du *spread* du taux moyen au jour

13 Cf., par exemple, le rapport sur les questions structurelles (*Structural Issues Report*) intitulé *Corporate finance and economic activity in the euro area* (Financement des entreprises et activité économique dans la zone euro), par le groupe de travail du Comité de politique monétaire du SEBC, dans la série *Occasional Paper Series* de la BCE, n° 151, août 2013.

14 Ces modèles n'expliquent pas uniquement la croissance des prêts à l'aide des variations à court terme des variables explicatives, mais ils fournissent également des estimations quantitatives du niveau d'équilibre à long terme de la croissance des prêts et permettent ainsi de suivre l'accumulation d'exubérances et leurs corrections au fil du temps. Pour les premières applications aux données de la zone euro, cf. A. Calza, C. Gartner et J. Sousa, *Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area*, *Applied Economics*, vol. 35, 2003. Pour l'utilisation de modèles sectoriels de demande de prêts dans le contexte des projections macroéconomiques trimestrielles des services des services de la BCE et de l'Eurosystème et d'autres applications plus récentes, cf. L. D. Papademos et J. Stark, op. cit. (en particulier l'annexe 6 du chapitre 7).

le jour de l'euro (Eonia) (l'Eonia moins le taux des opérations principales de refinancement) et des variables de risque comme variables exogènes dans le modèle. Le *spread* de l'Eonia est utilisé pour évaluer dans quelles proportions les mesures non conventionnelles de fourniture de liquidité de la BCE ont allégé les contraintes de financement des banques et ont indirectement soutenu l'offre de prêts bancaires à l'économie réelle durant la crise. Pour leur part, les variables de risque sont utilisées pour évaluer dans quelle mesure la détérioration de la rentabilité et des bilans des banques et une augmentation de l'aversion au risque et de la perception du risque pourraient avoir limité la croissance du crédit ces dernières années ¹⁵.

Ce cadre contribue à déterminer si les évolutions des prêts des IFM au secteur privé non financier correspondent à la situation macroéconomique et aux conditions de financement en vigueur ainsi qu'aux régularités historiques. Plus précisément, cela peut être réalisé en effectuant une prévision des prêts des IFM depuis 2005 (c'est-à-dire à partir de la période antérieure à la forte croissance des prêts observée entre 2006 et 2007) s'appuyant sur les paramètres estimés à l'aide des données allant jusqu'à mi-2010 (juste avant la crise de la dette souveraine) et sur les évolutions réelles des variables explicatives sur l'ensemble de la période d'échantillonnage ¹⁶. Les simulations fondées sur la dernière version du VECM élargi indiquent que, jusqu'au troisième trimestre 2013, l'évolution des prêts au secteur privé non financier dans la zone euro a été globalement en ligne avec le stade actuel du cycle d'activité, les conditions de financement et les régularités historiques (cf. graphique 7). Toutefois, depuis mi-2013, le niveau de la croissance des prêts a atteint la limite inférieure de la fourchette d'incertitude. En conséquence, la croissance des prêts dans la zone euro peut être qualifiée de faible, mais reflète probablement des forces qui peuvent s'expliquer par les conditions macroéconomiques en vigueur. Cela étant, compte tenu des éventuels problèmes d'endogénéité, ces résultats doivent être interprétés avec prudence ¹⁷.

Une autre application de l'approche VECM élargi, qui peut fournir des informations utiles pour l'interprétation des évolutions des prêts, est constituée par une décomposition de la croissance des prêts en fonction de la contribution de ses facteurs explicatifs. Ce modèle n'étant pas structurel, il ne permet pas d'analyser le lien de causalité, mais cette décomposition peut fournir des informations utiles sur une approximation des forces à l'origine des évolutions. D'après le VECM élargi, la forte croissance des prêts consentis au secteur privé non financier jusqu'en 2007 s'explique principalement par le développement soutenu de l'activité économique réelle, la hausse ininterrompue des prix réels de l'immobilier résidentiel et une sous-évaluation du risque (cf. graphique 8). La faiblesse actuelle de l'octroi de prêts au secteur privé non financier s'explique par un certain nombre de facteurs. Premièrement, la faiblesse de l'activité économique et du marché de l'immobilier résidentiel, qui ressort de la contribution quasi nulle de l'activité économique à la croissance des prêts et d'une contribution négative des prix des logements ces derniers trimestres ¹⁸. Deuxièmement, les risques spécifiquement bancaires continuent également de freiner fortement la croissance de l'activité de prêt. Cette situation reflète probablement la faiblesse persistante des fonds propres des banques et

15 Les autres modifications ont trait au remplacement des taux d'intérêt de marché à court et à long terme par le taux d'intérêt de marché composite, calculé par la moyenne pondérée des taux d'intérêt de marché à court et à long terme en utilisant pour pondération les parts des encours de prêts à court et à long terme aux sociétés non financières et aux ménages dans le total des prêts au secteur privé non financier, en tant que variable de coût, et en intégrant les prix réels de l'immobilier résidentiel dans la relation de long terme afin d'évaluer l'incidence de la dynamique du marché de l'immobilier résidentiel sur les prêts.

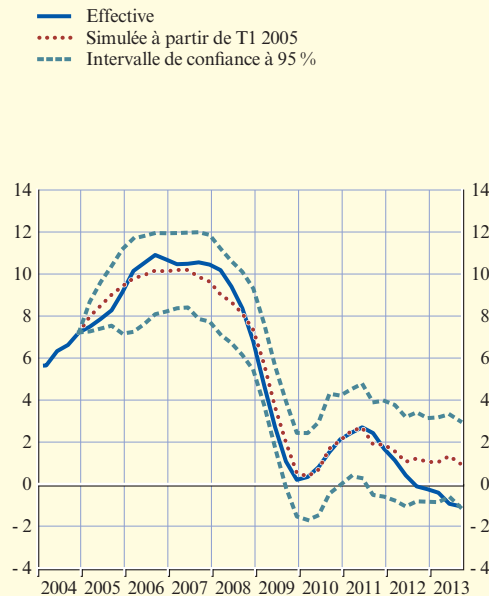
16 Il a été nécessaire d'allonger la période d'estimation au delà du début de la simulation pour prendre en compte l'incidence des mesures non conventionnelles et du risque spécifiquement bancaire sur la dynamique des prêts durant la crise financière et la crise de la dette souveraine. En effet, les valeurs du *spread* de l'Eonia et du risque spécifiquement bancaire n'étaient pas significatives avant la crise.

17 Plus précisément, les évolutions des fondamentaux du modèle dépendent aussi de la disponibilité du crédit et des conditions de financement, indiquant que des problèmes d'endogénéité pourraient les affecter.

18 Sur la période d'estimation du modèle, la contribution moyenne du PIB en volume à la croissance annuelle des prêts en volume a été de l'ordre de deux points de pourcentage, au regard d'une contribution presque nulle actuellement.

Graphique 7 Évolution effective et simulée des prêts des IFM au secteur privé non financier de la zone euro

(variation annuelle en pourcentage)

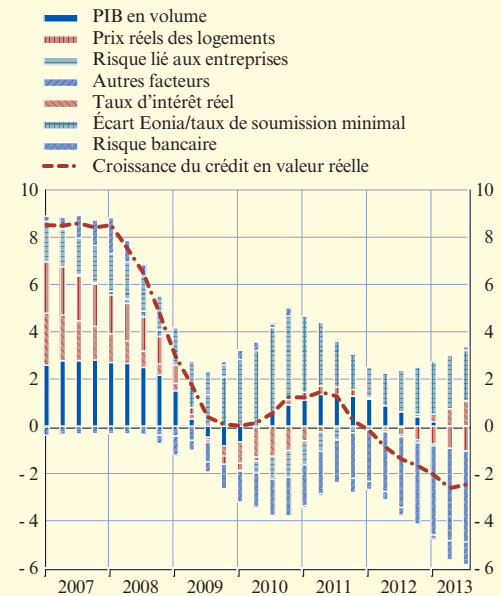


Sources : BCE, Eurostat, Moody's et calculs BCE.

Notes : Sur la base d'un modèle vectoriel à correction d'erreur à trois retards selon le critère d'information d'Akaike. Le modèle relie les prêts réels des IFM consentis au secteur privé non financier (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) et le PIB en volume, les prix de l'immobilier résidentiel, le taux d'intérêt composite du marché, l'écart entre l'Eonia et le taux de soumission minimal, le risque lié aux entreprises et le risque bancaire. La simulation débute au premier trimestre 2005, les paramètres du modèle étant estimés pour la période allant du premier trimestre 1985 au deuxième trimestre 2010, en fonction des évolutions effectives des variables explicatives. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013.

Graphique 8 Décomposition de la croissance du crédit au secteur privé non financier dans la zone euro

(variation annuelle en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : BCE, Eurostat, Moody's et calculs BCE.

Notes : Cf. graphique 7. Le risque lié aux entreprises et le risque bancaire sont calculés par régression des fréquences de défaut anticipées des sociétés non financières sur le PIB en volume et par régression des fréquences de défaut anticipées des banques sur les fréquences de défaut anticipées des sociétés non financières, respectivement. Les résidus obtenus à partir de ces régressions sont ensuite utilisés dans l'équation des prêts afin de donner séparément une approximation des risques spécifiques aux entreprises et aux banques et pour différencier ces risques du risque macroéconomique. La période d'estimation du modèle s'étend du premier trimestre 1985 au premier trimestre 2013. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013.

leur capacité limitée à absorber à nouveau des chocs défavorables et des dépréciations de créances. Ces facteurs peuvent limiter la prise de risque par les banques et l'octroi de crédits à l'économie réelle, en dépit des recapitalisations intervenues ces derniers trimestres. En même temps, le VECM conforte l'opinion selon laquelle les opérations d'apport de liquidité de la BCE mises en œuvre jusqu'ici et le bas niveau des taux directeurs restent les seuls facteurs contribuant à la dynamique des prêts. Plus précisément, ces facteurs ont allégé les tensions pesant sur le financement des banques, contenu les effets sur l'offre de crédit et réduit les coûts de financement des banques et de l'économie au sens large. C'est ce que montrent les contributions positives du *spread* de l'Eonia et des taux d'intérêt réels sur la croissance des prêts ces derniers trimestres. En additionnant la contribution du facteur *spread* de l'Eonia et celle du risque bancaire, on peut dresser un tableau plus représentatif de l'incidence réelle des facteurs spécifiquement bancaires sur la dynamique des prêts.

PROGRÈS DES MODÈLES DE PRÉVISION CONDITIONNELLE DES PRÊTS CONSENTIS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

L'une des principales caractéristiques de la crise financière qui a affecté l'économie de la zone euro au cours de ces dernières années a été l'apparition d'une importante fragmentation, entre autres dimensions, entre pays de la zone. Les marchés du crédit n'ont pas été épargnés par cette fragmentation. Pour la politique monétaire, cet aspect de la crise n'a pas entraîné de modification

du rôle de la BCE dans la stabilisation macroéconomique, qui demeure le maintien de la stabilité des prix. Toutefois, il a induit des ajustements de l'intensité et de la palette d'instruments de politique monétaire pour rétablir la transmission de la politique monétaire en réduisant la fragmentation dans l'économie¹⁹. Globalement, dans le contexte de l'analyse monétaire, l'apparition d'une importante fragmentation financière a justifié de perfectionner les outils nécessaires à l'évaluation des évolutions du marché du crédit. Plus précisément, tandis que la zone euro reste l'agrégat géographique et économique de référence pour l'analyse économique et monétaire de la BCE, la fragmentation financière et l'hétérogénéité accrue des évolutions du marché du crédit dans les différents pays de la zone euro durant la crise financière justifient de compléter la perspective zone euro avec une vision par pays.

Un exemple d'effort en ce sens, dans le contexte de l'analyse monétaire, est donné par un modèle VAR bayésien (BVAR) multi-pays récemment développé pour les prêts aux sociétés non financières, qui constitue une extension du modèle de Giannone, Lenza et Reichlin (2012)²⁰. Cette approche de la modélisation présente l'avantage sur les autres cadres de modélisation, comme le modèle vectoriel à correction d'erreur présenté précédemment, de permettre d'analyser simultanément un grand nombre de variables, sans encourir la malédiction de la dimensionnalité généralement associée à un environnement caractérisé par la présence de nombreuses variables. En outre, la comparaison des résultats de l'agrégation VECM zone euro avec les résultats par pays du modèle BVAR permet d'effectuer des recoupements des conclusions et des interprétations des différents outils.

Le modèle BVAR multi-pays récemment développé facilite l'évaluation des évolutions des prêts non seulement selon un axe par pays, mais également dans une perspective sectorielle plus spécifique, les prêts aux sociétés non financières étant l'objet d'une attention particulière. Cette orientation peut se justifier par le fait que les prêts aux différents secteurs présentent des propriétés cycliques différentes et sont influencés par des déterminants quelque peu différents, ces aspects pouvant revêtir une importance particulière pour l'analyse des évolutions à l'échelle des pays. Plus précisément, le modèle comporte 30 variables macroéconomiques et de crédit pour les quatre plus grandes économies de la zone euro (l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne)²¹.

Ce cadre peut être utilisé pour répondre à la question de savoir si la dynamique observée des prêts aux sociétés non financières est conforme à ce qui peut être attendu sur la base du stade actuel du cycle d'activité et des régularités historiques, à partir d'une simulation semblable à celle effectuée en utilisant le VECM, avec des différences mineures principalement dictées par des variantes techniques entre les deux modèles. La dynamique observée des prêts aux sociétés non financières est comparée aux prévisions à partir du troisième trimestre 2004 pour les prêts aux sociétés non financières sur la base des relations entre variables antérieures à la phase d'essor du crédit (c'est-à-dire les paramètres du modèle estimés sur la période d'échantillonnage allant du premier trimestre 1991 au

19 Pour un développement de cette analyse, cf. le discours de Benoît Cœuré intitulé *Monetary policy in a fragmented world* lors de la 41^e conférence sur l'économie de l'Oesterreichische Nationalbank, Vienne, 10 juin 2013

20 D. Giannone, M. Lenza et L. Reichlin, *Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area*, CEPR Discussion Paper n° 8944, avril 2012. Pour de plus amples détails, cf. C. Altavilla, D. Giannone et M. Lenza, *The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements*, CSEF Working Paper n° 352, janvier 2014.

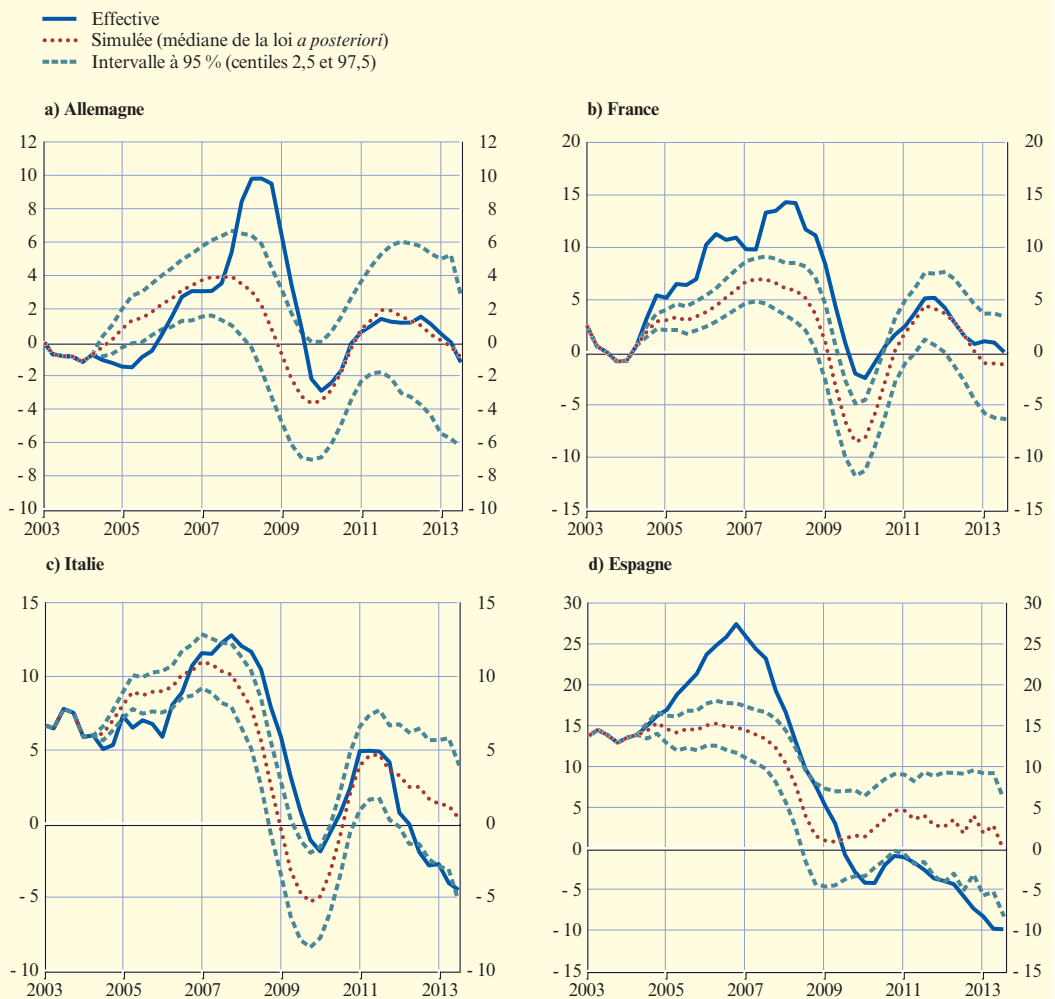
21 Pour chacun des pays, les variables sont : le PIB en volume, le déflateur du PIB, M3, les prêts aux sociétés non financières, les rendements des emprunts publics à dix ans, les taux des prêts aux sociétés non financières, les fréquences de défaut anticipées pour les sociétés non financières ; et, pour la zone euro : le taux de l'Eonia et une mesure de la volatilité des marchés obligataires de la zone euro. Les fréquences de défaut anticipées sont calculées par Moody's Analytics et mesurent les fréquences de défaut des sociétés non financières selon plusieurs scénarios macroéconomiques. La volatilité implicite des marchés obligataires de la zone euro (composition changeante) est calculée par la moyenne (en fin de période) de la volatilité implicite des options d'achat et de vente pour le contrat à terme *Eurex Generic 1st « RX »*. Ce contrat à terme est basé sur des titres de créance notionnels à long terme émis par le gouvernement fédéral allemand à une échéance comprise entre huit ans et demi et dix ans et demi.

deuxième trimestre 2004) et des évolutions macroéconomiques observées (c'est-à-dire les évolutions réelles de toutes les variables explicatives à l'exception des prêts sur la période de prévision).

Les résultats de la simulation donnent à penser que, dans les quatre pays, la croissance des prêts aux sociétés non financières a été excessive pendant un certain temps avant la crise (cf. graphique 9). Ces résultats contrastent avec ceux du VECM pour la zone euro, qui n'ont pas apporté d'éléments attestant d'une activité de prêt excessive sur cette période, peut-être car ce modèle intégrait une composante rendant compte de la sous-évaluation du risque. Cette différence peut donc s'expliquer en partie par des choix différents en termes de technique de modélisation et différentes variables. Pour les résultats relatifs aux trimestres les plus récents, la simulation du modèle BVAR indique qu'en

Graphique 9 Évolution effective et simulée des prêts aux sociétés non financières sur la base d'un modèle VAR bayésien multi-pays

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et estimations BCE

Notes : Le modèle recouvre l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Les variables comprennent : pour chaque pays : le PIB en volume, le déflateur du PIB, M3, les prêts aux sociétés non financières, les rendements des emprunts publics à dix ans, les taux des prêts aux sociétés non financières, les probabilités de défaut anticipées des sociétés non financières ; pour la zone euro : l'Eonia et la volatilité des marchés obligataires dans la zone euro. La simulation débute au troisième trimestre 2004 avec les paramètres du modèle estimés pour la période allant du premier trimestre 1991 au deuxième trimestre 2004 (c'est-à-dire simulation hors échantillon) subordonnée aux évolutions effectives des variables explicatives. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013.

Allemagne et en France, au cours des quatre dernières années, la croissance des prêts aux sociétés non financières a été globalement conforme au stade du cycle d'activité et aux observations passées. En revanche, en Italie, et plus encore en Espagne, la croissance récente des prêts aux sociétés non financières est plus faible qu'attendu sur la base des régularités historiques. Ces résultats paraissent conformes à ceux du VECM, indiquant ce qui pourrait expliquer l'évolution observée récemment d'une croissance des prêts au secteur privé non financier proche de la limite inférieure de la simulation reposant sur ce modèle, et étayant ainsi la robustesse de ces résultats. Cependant, la simulation BVAR indique qu'à l'heure actuelle, le niveau de l'encours des prêts aux sociétés non financières impliqué par les prévisions conditionnelles est proche du niveau réel observé tant en Espagne qu'en Italie, suggérant que la faiblesse récente de la croissance des prêts consentis aux sociétés non financières représente principalement une correction de la croissance excessive constatée les années précédentes.

PROGRÈS DANS LA MODÉLISATION STRUCTURELLE EMPIRIQUE DES CHOC SUR L'OFFRE DE PRÊTS

Du point de vue de la politique monétaire, il est important de comprendre les principaux déterminants des prêts au secteur privé. À cet égard, une question essentielle est l'importance relative des facteurs de demande et des facteurs d'offre. Par exemple, au stade actuel, il est nécessaire de déterminer si la faiblesse de la croissance des prêts résulte essentiellement de l'insuffisance de la demande de prêts de la part des emprunteurs potentiels ou, dans une plus grande mesure, de limitations de l'offre associées à des problèmes rencontrés par le secteur bancaire, comme les difficultés de financement, qui affaiblissent l'offre de prêts aux ménages et aux sociétés non financières. En effet, lorsque la croissance excessivement faible des prêts est due à l'insuffisance de la demande du secteur privé, la banque centrale peut, sous certaines conditions, intervenir de manière optimale grâce à des mesures conventionnelles de politique monétaire pour soutenir l'économie dans son ensemble. Dans le cas contraire où la faiblesse de l'activité de prêt résulte de limitations de l'offre de prêts, associées, par exemple, à un dysfonctionnement des marchés interbancaires, la banque centrale peut mettre en œuvre des mesures non conventionnelles temporaires de politique monétaire pour soutenir le secteur bancaire, en réduisant les déficiences qui limitent la fourniture optimale de prêts au secteur privé, soutenant par là même indirectement la reprise de l'activité économique. Parallèlement, il est essentiel de distinguer le rôle des marchés du crédit en tant que sources de perturbations ou de chocs de leur rôle dans la propagation de chocs qui trouvent leur origine dans d'autres secteurs de l'économie, comme des modifications inattendues de la confiance des investisseurs ou des innovations technologiques non anticipées. En effet, la situation des bilans des banques est un déterminant important de la fourniture de prêts aux ménages et aux sociétés non financières. Ces bilans évoluent à la fois de manière endogène en raison de la situation économique et de manière exogène sous l'effet des facteurs affectant directement les fonds propres et la capacité de financement des banques.

Différentes approches peuvent être utilisées pour opérer une distinction, au sein des forces à l'origine des flux de prêts, entre celles relevant de la demande et celles relevant de l'offre, de même que pour distinguer les modifications des prêts associées à des chocs sur l'offre de crédit de celles résultant de la propagation d'autres chocs au travers des marchés du crédit. Ces approches vont d'évaluations des données d'enquêtes disponibles jusqu'à des estimations, fondées sur des modèles, des restrictions à l'offre de prêts²². Les données d'enquêtes et les modèles de forme réduite peuvent fournir des indications utiles quant au rôle des facteurs d'offre et de demande dans les évolutions du crédit, mais seuls les modèles structurels permettent une analyse causale. À cet égard, un exemple récent d'extension d'un modèle structurel empirique visant à identifier les chocs sur l'offre de prêts est apporté par le développement d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR) structurel à paramètres

²² Pour une analyse plus détaillée, cf., par exemple, l'article intitulé *Évolutions récentes des prêts au secteur privé* du *Bulletin mensuel* de janvier 2011

variables dans le temps et à volatilité stochastique (TV-VAR), similaire au modèle relatif aux propriétés d'indicateur avancé de M1 pour l'activité, présenté dans la section 2.2 ²³. Ce modèle se concentre sur les prêts au secteur privé non financier et permet d'identifier les chocs sur l'offre de prêts dans la zone euro. Il est important d'adopter un cadre intégrant des paramètres variables dans le temps et une volatilité stochastique, l'environnement macroéconomique ayant connu des modifications ces dernières années, notamment une diminution structurelle de la volatilité macroéconomique qui a débuté selon les pays entre le milieu des années quatre-vingt et le début des années quatre-vingt-dix, des variations de la volatilité des chocs et peut-être d'autres changements structurels progressifs dans l'économie, par exemple une aversion persistante des agents économiques pour le risque, en raison de la durée et de l'intensité inhabituelles de la crise économique et financière récente. Ainsi, un modèle TV-VAR offre une possibilité de calculer des estimations de l'incidence des chocs sur l'offre de prêts prenant en compte les variations des paramètres et de la volatilité stochastique caractérisant les variables macroéconomiques, monétaires et financières. Les chocs sur l'offre de prêts sont identifiés en prenant pour principe, lorsqu'ils sont défavorables, qu'ils sont associés à une diminution des volumes de prêts et à une hausse des taux débiteurs, principe qui repose sur l'hypothèse que les banques appliqueraient cette restriction inattendue de l'offre de prêts en limitant les volumes de prêts et/ou en relevant le taux débiteur de telle sorte que, au niveau agrégé, les deux effets seraient apparents. En outre, on suppose que, entre autres effets, de tels chocs entraîneraient une diminution du PIB en volume et une baisse de l'IPCH, puisque leur incidence défavorable sur les ménages et les sociétés non financières conduirait ces agents à réduire leurs dépenses, ce qui ferait baisser la demande globale ²⁴.

Les résultats reposant sur le modèle TV-VAR indiquent que des signes de variation dans le temps peuvent être identifiés pour la zone euro entre 1980 et 2013, tant pour les paramètres que pour la volatilité des résidus. Par exemple, la variance de l'équation de la croissance des prêts montre des signes de variation dans le temps, puisqu'elle a augmenté au cours des dernières années de la période (cf. graphique 10). Cela peut être interprété comme le reflet de la volatilité accrue qui a caractérisé les conditions macroéconomiques et du crédit depuis le démarrage de la crise, interprétation confortée par le fait que la variance des équations de la plupart des autres variables du modèle, y compris la croissance du PIB en volume, affiche une hausse similaire sur les dernières années de la période.

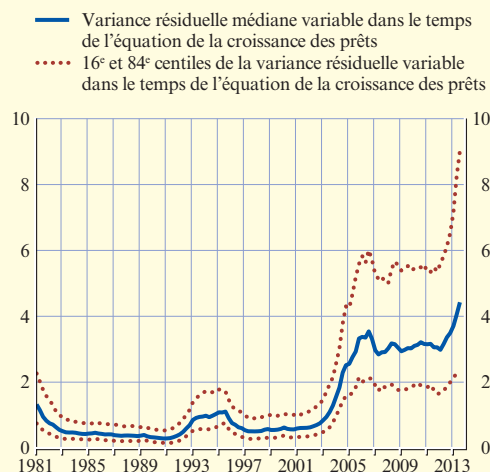
Pour départager l'importance relative des facteurs de demande et des facteurs d'offre à l'origine de la croissance des prêts, et déterminer si les marchés du crédit agissent comme déclencheurs des perturbations ou comme propagateurs de chocs autres que les chocs sur l'offre de prêts, il est possible de réaliser un exercice contrefactuel. Plus précisément, une fois le modèle estimé, il est possible de calculer l'évolution des variables du modèle en l'absence de chocs sur l'offre de prêts (en fonction des paramètres et variances estimés et du mode d'identification adopté), c'est-à-dire en fixant la contribution des chocs sur l'offre de prêts à zéro pour l'ensemble de la période. Cet exercice donne à penser que les chocs sur l'offre de prêts ont eu une incidence non négligeable sur l'économie de la zone lors de certains épisodes. Par exemple, pendant la récession que la zone euro a subie entre 2008 et 2009, dans le sillage de l'intensification de la crise financière à partir de la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, la croissance des prêts au secteur privé non financier est revenue d'un niveau record de près de 10 % fin 2007 à des niveaux légèrement négatifs fin 2009. D'après le modèle TV-VAR, en l'absence de chocs sur l'offre de prêts, la croissance contrefactuelle

23 Cf. L. Gambetti et A. Musso, *Loan supply shocks and the business cycle*, document de travail de la BCE n° 1469, septembre 2012

24 Plus précisément, l'identification est réalisée grâce à des restrictions de signe sur les fonctions de réaction. Ainsi, par exemple, on prend pour hypothèse qu'un choc défavorable sur l'offre de prêts serait associé à une réaction négative de la croissance des prêts et à une réaction positive du taux débiteur et entraînerait des réactions négatives de la croissance du PIB en volume, de l'inflation et du taux d'intérêt de référence à court terme.

Graphique 10 Volatilité stochastique de l'équation des prêts d'un modèle VAR à paramètres variables dans le temps

(en pourcentage)

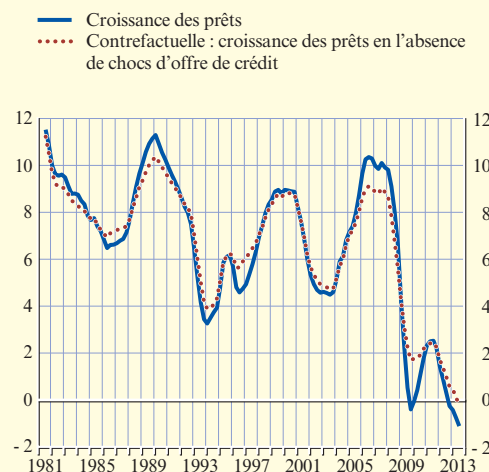


Sources : BCE et estimations BCE

Notes : Les variances résiduelles à paramètres variables dans le temps de l'équation de la croissance des prêts (médiane, 16^e et 84^e centiles). Le modèle comprend cinq variables : la croissance trimestrielle du PIB en volume, la hausse trimestrielle de l'IPC, l'Euribor 3 mois, la progression trimestrielle des prêts au secteur privé non financier et le taux composite débiteur correspondant (cf. Gambetti et Musso, 2012, pour des détails concernant les sources de données, les caractéristiques du modèle, l'estimation et l'identification des chocs). L'estimation est réalisée à partir de méthodes bayésiennes. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2013.

Graphique 11 Croissance des prêts : effective et contre-factuelle à partir d'un modèle TV-VAR

(taux de variation annuel)



Sources : BCE et estimations BCE

Notes : La croissance observée des prêts et la croissance contre-factuelle des prêts (c'est-à-dire en l'absence de chocs d'offre de crédit). Pour plus de détails sur le modèle, cf. les notes du graphique 10.

des prêts serait revenue de 9 % environ à un peu moins de 2 % (cf. graphique 11). Autrement dit, tandis que la croissance des prêts a diminué de plus de dix points de pourcentage au cours de cette période, elle aurait diminué de sept points de pourcentage environ en l'absence de chocs sur l'offre de prêts, ce qui suggère que ces chocs défavorables expliquent quelque 30 % de la baisse. Ainsi, le modèle indique que les principales forces à l'origine de la baisse de la croissance des prêts au cours de cette période sont probablement associées à des facteurs autres que des restrictions non anticipées de l'offre de prêts, et très probablement liées, dans une large mesure, à une baisse de la demande dans un contexte de récession. En même temps, il indique aussi que les chocs sur l'offre de prêts ont eu une incidence non négligeable sur les marchés du crédit. Un exercice similaire indique que 25 % environ du recul le plus récent de la croissance des prêts, du premier trimestre 2011 au troisième trimestre 2013, peuvent s'expliquer par les chocs estimés sur l'offre de prêts. Dans ce cas également, la récession qui a débuté en 2011 a sans doute entraîné une baisse significative de la demande de prêts, même si la situation des bilans des banques a probablement joué un rôle dans le recul de la croissance des prêts.

Encadré 2**EXPLOITER LA DIMENSION TRANSVERSALE DE L'ANALYSE MONÉTAIRE : L'UTILISATION DES DONNÉES INDIVIDUELLES DES IFM**

La fragmentation des marchés financiers entre pays et entre institutions observée à la suite de la faillite de Lehman Brothers s'est accentuée après le démarrage de la crise de la dette souveraine début 2010. Ce phénomène a rendu de plus en plus nécessaire d'améliorer l'analyse monétaire,

car les perturbations du mécanisme de transmission de la politique monétaire qui en ont résulté se sont manifestées sous plusieurs dimensions. Leur dimension spatiale a correspondu à des réactions plus hétérogènes des pays de la zone euro face à l'assouplissement de la politique monétaire, en particulier s'agissant des pays en difficulté ; elles ont pris une dimension verticale avec l'aggravation des dysfonctionnements au fil du temps, parallèlement à l'intensification de la crise de la dette souveraine ; et enfin, la dimension horizontale est apparue quand les réactions des différentes IFM à la politique monétaire ont été affectées par leurs caractéristiques individuelles.

Il est particulièrement important de noter que la possibilité d'analyser cette dernière dimension, qui met en relief l'importance des caractéristiques propres à chaque banque, n'était pas offerte jusqu'ici par les outils standards de l'analyse monétaire. Les données monétaires agrégées à elles seules ne permettaient pas d'étayer l'analyse des effets de distribution de la monnaie et du crédit, ni celle du comportement transversal hétérogène des IFM. Le recours à des données individuelles des IFM a permis de combler cette lacune. Établir un lien entre les caractéristiques des différentes banques et des résultats spécifiques en matière de financement et de prêt permet d'extraire des informations plus précises sur la pertinence des contraintes d'offre.

Cet encadré présente les nouveaux ensembles de données de la BCE, qui contiennent des données individuelles pour un échantillon d'IFM situées dans la zone euro. Il illustre ensuite la manière dont les données granulaires améliorent l'analyse de l'activité de prêt des IFM en déplaçant l'axe d'analyse au-delà d'une perspective simplement nationale ou sectorielle, ainsi qu'en abordant le comportement hétérogène des banques en matière de prêt par le classement des IFM selon leurs catégories respectives d'emprunteurs. L'encadré montre comment les nouveaux ensembles de données contribuent à mettre en évidence certains dysfonctionnements qui se sont développés au sein du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Données individuelles des IFM collectées à des fins d'analyse monétaire

Depuis fin septembre 2012, la BCE collecte auprès des BCN des données statistiques individuelles des IFM pour un échantillon de banques de la zone euro à des fins d'analyse monétaire. Les indicateurs de bilan font l'objet d'une déclaration mensuelle auprès des BCN, conformément aux obligations de déclaration statistique définies dans le Règlement BCE/2008/32¹. Les indicateurs de taux d'intérêt, prévus par le règlement BCE/2009/07² sont déclarés pour une période déterminée. Les ensembles de données, qui sont traités de façon strictement confidentielle, sont transmis à l'Eurosystème et utilisés conformément au règlement (CE) n°2533/98 modifié, c'est-à-dire qu'ils sont centrés sur l'analyse monétaire et ne sont accessibles qu'à un nombre limité d'agents nommément identifiés. L'échantillon déclarant des IFM a été défini pour garantir une couverture suffisante des évolutions des bilans des IFM de la zone euro. Par conséquent, il couvre approximativement 70 % des encours des principaux actifs, à savoir les prêts aux sociétés non financières (SNF) et aux ménages.

Les indicateurs collectés figurant à l'actif du bilan sont les suivants : prêts consentis aux ménages, aux sociétés non financières et aux administrations publiques, actifs en devises et autres actifs (qui comprennent les prêts interbancaires et les prêts aux intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pensions, c'est-à-dire les autres intermédiaires financiers). Au passif du bilan, les ensembles de données comprennent des informations sur les

1 Le règlement BCE/2008/32 du 19 décembre 2008 (JO L 15, 20.1.2009) s'appliquera jusqu'en janvier 2015, date à laquelle le règlement BCE/2013/33 (JO L 297, 7.11.2013) entrera en vigueur.

2 Le règlement BCE/2009/07 du 31 mars 2009 (JO L 94, 8.4.2009) s'appliquera jusqu'en janvier 2015, date à laquelle le règlement BCE/2013/34 (JO L 297, 7.11.2013) entrera en vigueur.

dépôts du secteur privé non financier (les dépôts des ménages et des SNF devant pouvoir être distingués), du secteur public et des autres intermédiaires financiers, ainsi que les titres émis par les IFM et les engagements envers les non-résidents. Les données relatives aux prêts sont corrigées de la titrisation.

L'utilisation de données individuelles des IFM pour évaluer l'offre de crédit bancaire aux PME

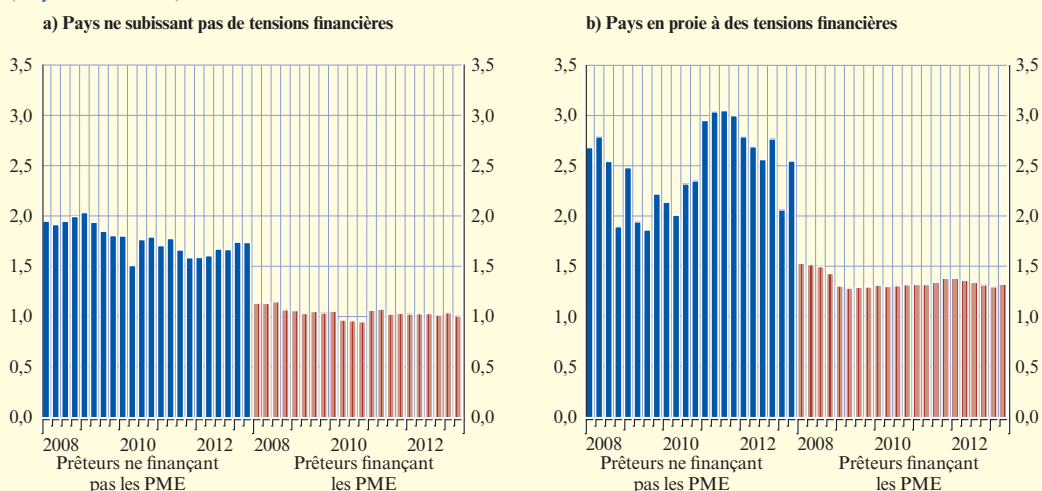
L'utilisation de cette riche information permet d'analyser la dynamique de la distribution du crédit en examinant les caractéristiques des bilans des différentes catégories de banques, ainsi qu'en ayant recours à une approche plus standardisée et en procédant à une analyse méthodique des prêts au secteur privé non financier du point de vue d'un pays, d'un secteur ou pour une période considérée.

Cet exercice montre que le renchérissement du crédit auquel ont été confrontées les PME ces derniers temps s'explique en partie par les conditions de financement défavorables subies par les IFM centrées sur l'activité de prêt aux PME, ainsi que par la détérioration de la solvabilité de ces dernières. De plus, en reliant les données de bilan et les informations sur l'utilisation des garanties dans le cadre des opérations de refinancement de l'Eurosystème au niveau des différentes IFM, l'exercice montre également que les établissements de crédit finançant les PME dans les pays en proie à des tensions financières ont davantage recours aux garanties liées aux sociétés non financières dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème. Cette évolution, conjuguée avec les récentes politiques de la BCE visant à étendre la gamme des garanties éligibles, pourra finalement avoir l'effet positif de soutenir davantage la distribution de crédit aux PME.

Les banques prêteuses qui financent les PME sont identifiées à l'aide du ratio de prêts consentis aux PME dans le total des prêts aux sociétés non financières pour chaque IFM³. Afin de préserver la confidentialité des données, les IFM situées dans des pays ayant été soumis à des tensions

Graphique A Ratios individuels prêts/dépôts des IFM par groupe de pays et par catégorie de prêteur

(Moyenne transversale)



Source : BCE

Notes : données trimestrielles, winsorisées au 1^{er} et au 99^e centile. La dernière observation correspond au deuxième trimestre 2013.

³ Le ratio moyen des nouveaux contrats de prêts de faible montant (moins de 1 million d'euros) rapporté au total des nouveaux contrats de prêts aux sociétés non financières entre juillet 2011 et juin 2012 est utilisé comme approximation.

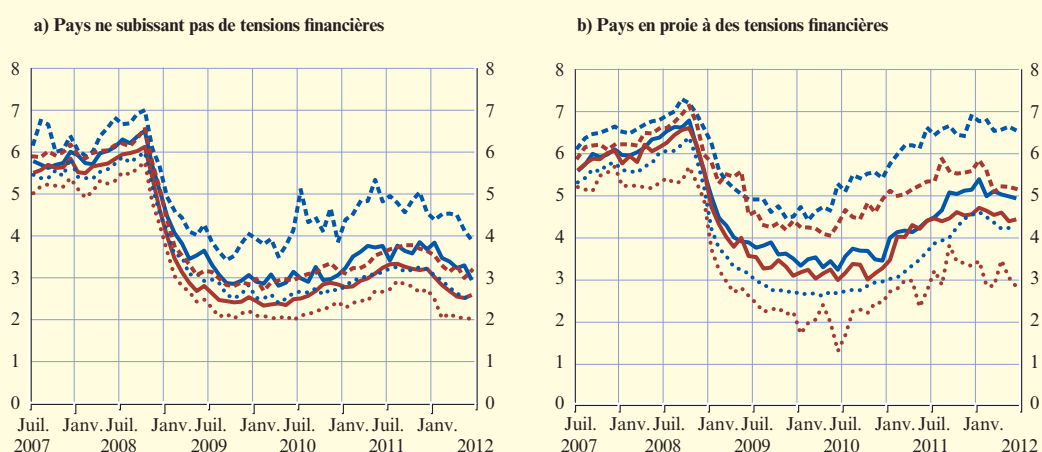
financières accrues sont regroupées (« en proie à des tensions financières ») et leurs évolutions sont comparées à celles des IFM situées dans d'autres pays (« ne subissant pas de tensions financières ») ⁴. Le graphique suivant porte sur la période allant de juillet 2007 à juillet 2013.

En moyenne, les établissements prêteurs situés dans les pays soumis à des tensions financières présentent des ratios prêts/dépôts plus élevés que leurs homologues des autres pays (c'est-à-dire supérieurs à 1, cf. graphique A), ce qui suggère que les prêts bancaires ont été généralement financés par des sources de financement moins stables ⁵. Les prêteurs qui financent les SME dans les pays en proie à des tensions financières ont également subi des baisses considérables des financements en provenance du marché interbancaire et de l'étranger, ce qui, en dépit du rôle compensateur des crédits de l'Eurosystème, a entraîné des difficultés de financement pour ces IFM. Enfin, les coûts de financement des IFM qui octroient des prêts aux PME sont plus élevés que ceux des IFM qui n'ont pas d'activité dans ce secteur, en particulier dans les pays en proie à des tensions financières. Leurs coûts de financement sur les marchés de détail et interbancaire, approximés par les taux composites créditeurs (qui excluent les dépôts à vue) et les *spreads* de CDS, sont plus onéreux. Ces résultats continuent de se vérifier quand la taille des banques est prise en compte. De plus, ces contraintes de financement présentent une corrélation avec des taux d'intérêt plus élevés sur les prêts de faible montant consentis aux SNF (prêts d'un montant inférieur à 1 million d'euros), qui sont considérés comme une approximation des prêts aux PME (cf. graphique B). Toutefois, les éléments indiquant que ces contraintes présentent également une corrélation avec une baisse des flux de crédit octroyés par les banques qui financent les PME ne sont pas aussi probants ⁶.

Graphique B Taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an

(en pourcentage annuel)

— Prêteurs finançant les PME (médiane) — Prêteurs ne finançant pas les PME (médiane)
 Prêteurs finançant les PME (25^e centile) Prêteurs ne finançant pas les PME (25^e centile)
 - - - Prêteurs finançant les PME (75^e centile) - - - Prêteurs ne finançant pas les PME (75^e centile)



Source : BCE

Notes : le graphique fait référence aux taux appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an par 181 IFM. La dernière observation correspond à juin 2012.

4 Les pays soumis à des tensions financières inclus dans l'analyse sont : l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovaquie.
 5 Cette différence pourrait s'expliquer en partie par le fait qu'en Espagne et en Italie, le financement de détail est collecté au moyen d'obligations de détail. Un recoupement avec les données agrégées disponibles sur les titres de créance à court terme en Espagne et en Italie révèle toutefois que les encours sont trop faibles pour exercer une incidence majeure sur les ratios prêts/dépôts calculés.
 6 Les résultats ci-dessus sont obtenus à l'aide d'un exercice de comparaison de moyenne, chaque variable individuelle étant régressée sur une variable muette de prêteur finançant les PME et son terme d'interaction avec une variable muette étant égal à 1 entre juillet 2011 et juin 2013. Ces termes d'interaction testent l'existence de différences importantes (a) entre prêteurs spécialisés dans le financement des PME et autres prêteurs du même pays et (b) l'émergence ou l'intensification de cette différence au cours de la période récente.

Enfin, l'exercice montre que les différentes modifications du cadre de garanties de l'Eurosystème relatives aux créances privées supplémentaires (ACC) et aux titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* — ABS) ont particulièrement soutenu les IFM finançant les PME dans les pays en proie à des tensions financières, ces dernières ayant eu plus fortement recours aux garanties liées aux sociétés non financières dans le cadre de leurs opérations avec l'Eurosystème. En ce qui concerne la composition de ces garanties liées aux sociétés non financières, les créances privées en constituent la majeure partie pour les banques des pays qui ne sont pas en proie à des tensions financières, alors que dans les pays soumis à des tensions, la part des créances privées supplémentaires (ACC) et des titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* — ABS) était nettement plus importante, en particulier pour les prêteurs qui financent les PME. Ces mesures pouvant exercer une incidence positive sur la distribution du crédit, les PME devraient bénéficier des modifications de la politique en matière d'éligibilité des garanties.

Conclusion

Les perturbations affectant le mécanisme de transmission de la politique monétaire, qui proviennent de l'hétérogénéité du comportement des IFM au niveau individuel, ont nécessité la conception de nouveaux outils d'analyse monétaire. L'utilisation de données individuelles des IFM se propose de combler cette lacune en éclairant cette hétérogénéité et en permettant d'établir un lien entre les évolutions macroéconomiques et microéconomiques. Cet encadré présente les nouveaux ensembles de données individuelles des IFM et illustre comment elles peuvent être utilisées pour renforcer l'évaluation par la BCE de la distribution du crédit aux PME. Il montre que les prêteurs qui financent les PME dans les économies soumises à des tensions financières s'inscrivent dans un contexte de financement plus difficile que leurs homologues des pays ne subissant pas de tension et que les institutions du même groupe de pays qui n'exercent pas ce type d'activité, et que ces difficultés sont en corrélation avec des niveaux plus élevés de taux d'intérêt sur les prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières.

4 CONCLUSION

La résolution des problèmes posés par l'environnement économique et financier à l'analyse monétaire en temps réel nécessite des efforts constants pour élargir et améliorer le cadre d'analyse sous-jacent et la palette d'outils. Ces dernières années, l'analyse de la monnaie et du crédit dans la zone euro a été confrontée à une faiblesse prolongée des évolutions monétaires dans un contexte marqué, très récemment, par de faibles niveaux d'inflation, des accès d'incertitude accrue, des tensions sur les fonds propres et le financement des banques, et une grande hétérogénéité entre pays, ainsi qu'entre secteurs et tailles d'emprunteurs, de la dynamique des prêts consentis par les IFM, pour ne citer que quelques exemples. Le présent article présente les extensions et les progrès apportés aux outils d'analyse de la BCE afin de résoudre certains de ces problèmes. Dans certains cas, ces développements ont fourni de nouvelles approches pour l'interprétation et l'évaluation des évolutions de la monnaie et du crédit et, dans d'autres cas, ils ont fait progresser la sophistication technique et la rigueur analytique des évaluations moins formelles auxquelles il faut inévitablement procéder dans un contexte d'analyse en temps réel. Les évolutions de l'environnement économique posant sans cesse de nouveaux défis, les efforts d'enrichissement du cadre d'analyse de la politique monétaire seront poursuivis.

LES ÉVOLUTIONS DU PROCESSUS DE DÉSENDETTEMENT DANS LE SECTEUR DES ENTREPRISES DE LA ZONE EURO

ARTICLES

Les évolutions du processus de désendettement dans le secteur des entreprises de la zone euro

Cet article présente les principales conclusions du Rapport 2013 sur les questions structurelles (Structural Issues Report 2013) intitulé Corporate finance and economic activity in the euro area (Financement des entreprises et activité économique dans la zone euro). Ce rapport a été élaboré par un Groupe de travail du Système européen de banques centrales, qui a adopté une approche en trois volets¹. Le premier volet analyse l'accumulation d'endettement jusqu'au début de la crise financière et le processus de désendettement qui a suivi dans le secteur privé non financier. Même si le désendettement des entreprises observé jusqu'au deuxième trimestre 2013 n'a été que progressif au niveau de la zone euro dans son ensemble, il apparaît plus soutenu à l'examen de différents pays ou secteurs économiques. En effet, le désendettement est plus marqué dans les pays et les secteurs qui avaient accumulé une dette importante avant la crise et qui ont été le plus sévèrement touchés par celle-ci. Le deuxième volet va au-delà des considérations de pays ou de secteurs. Il étudie le rôle des différences de structures et de comportements des entreprises en fonction d'un certain nombre de caractéristiques qui leur sont propres. Le rapport conclut que la grande hétérogénéité des entreprises et les non-linéarités de l'incidence de la crise récente sont des éléments importants à prendre en compte pour des prescriptions de politique ciblées. Dans le troisième volet, le rapport compare les évolutions de l'endettement dans la zone euro au cours de la crise avec celles observées lors d'autres épisodes historiques majeurs, donnant ainsi une image plus claire de la gravité de la crise et des risques associés. Si l'on en juge par le passé, de nouveaux ajustements devraient intervenir, notamment dans les pays qui avaient connu une phase d'expansion avant la crise.

Dans un tel contexte, les autorités sont confrontées à un exercice d'équilibre délicat pour piloter l'ajustement nécessaire afin de renouer avec des évolutions économiques plus soutenables. Les politiques économiques doivent soutenir un processus de restructuration ordonné, mais résolu, dans les secteurs non financier et financier, qui soit cohérent avec des trajectoires de croissance économique perennes. Ce processus de restructuration doit avoir pour objectif, notamment, de renforcer les bilans et les fonds propres des banques et des sociétés non financières, élément essentiel au fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Pour améliorer la soutenabilité de la reprise économique, des réformes structurelles axées non seulement sur le renforcement de la compétitivité et d'un réel potentiel de croissance mais aussi sur la poursuite du développement d'un système financier offrant davantage de possibilités de financement, sont également primordiales.

I INTRODUCTION

Cet article examine le processus d'accumulation d'endettement jusqu'à la crise financière et analyse les progrès réalisés par les sociétés non financières en matière de désendettement depuis le début de la crise. Il étudie premièrement ces progrès dans les différents pays de la zone euro et les différents secteurs d'activité, en présentant des éléments relatifs à la rapidité de l'ajustement, à la contribution des effets de substitution et aux vulnérabilités du secteur des entreprises. Deuxièmement, en allant au-delà de l'hétérogénéité entre les pays et les secteurs et en examinant l'évolution des données au niveau des entreprises, l'article se concentre sur les divergences constatées dans les évolutions de l'endettement selon les entreprises afin de mieux comprendre les divers degrés d'intensité avec lesquels les situations financières et les décisions de financement ont influencé l'endettement des entreprises durant la crise. Enfin, l'article apporte un éclairage sur le rôle des évolutions de cet endettement dans la crise financière dans la zone euro en comparant cet épisode avec d'autres grandes crises financières de l'histoire. Dans ce contexte, les pressions attendues liées au désendettement dans le futur sont identifiées et analysées. L'article conclut en délivrant un certain nombre de messages, notamment en ce qui concerne l'incidence des évolutions de la dette du secteur privé sur l'activité économique et la transmission de la politique monétaire.

¹ Cf. 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* (Financement des entreprises et activité économique dans la zone euro – Rapport 2013 sur les questions structurelles, *Occasional Paper Series*, n° 151, BCE, août 2013.

Il ressort de l'analyse que, dans certains pays de la zone euro, le secteur privé a accumulé un endettement excessif durant les phases d'expansion, ce qui nécessite des ajustements correctifs. En remédiant aux faiblesses des bilans, ces ajustements sont indispensables pour rétablir les conditions d'une croissance durable et d'une reprise solide.

2 L'ENDETTEMENT ET LE DÉSENETTEMENT DU SECTEUR DES ENTREPRISES DE LA ZONE EURO

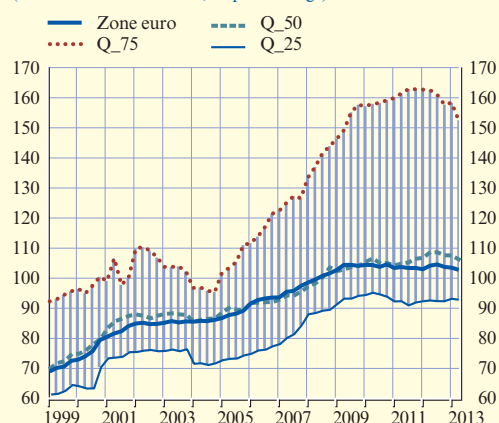
Après la forte augmentation de l'endettement des sociétés non financières de la zone euro entre 2000 et 2009-2010, les données disponibles montrent que les ratios d'endettement se sont progressivement ajustés². Cette section s'appuie largement sur les données non consolidées des comptes de la zone euro qui incluent, s'agissant des ratios d'endettement, la dette de toutes les sociétés non financières, quel qu'en soit le détenteur³. Par rapport à une analyse sectorielle fondée sur des données consolidées (cf. la section 4 du présent article), cette approche est plus proche de l'analyse des micro-données, qui porte sur l'entreprise moyenne ou médiane. Cela étant, pour certains pays dans lesquels les prêts intragroupes sont très importants, la différence entre les deux concepts est considérable, comme dans le cas de la Belgique et de Malte⁴.

La période comprise entre le premier trimestre 2000 et le deuxième trimestre 2008, qui correspond dans cet article à la période ayant précédé la crise, a été caractérisée par une augmentation rapide de la dette non consolidée des sociétés non financières de la zone euro, passée de 73 % du PIB à 100 % du PIB (cf. graphique 1). L'accumulation de dette a sensiblement varié selon les pays de la zone euro (cf. graphique 2) et a résulté de plusieurs facteurs, notamment d'anticipations trop optimistes concernant l'évolution à long terme des revenus et de la croissance, ainsi que de conditions favorables d'octroi des crédits et sur les marchés financiers. De plus, dans certains pays de la zone, tels que l'Irlande et l'Espagne, l'exubérance des marchés de l'immobilier résidentiel a alimenté des niveaux d'endettement encore plus élevés. Cette forte hausse de l'endettement a joué un rôle essentiel dans la création des conditions de la crise financière qui a éclaté en 2008 et a également exercé une forte incidence sur la nature, la gravité et la durée du ralentissement économique dans certains pays de la zone euro (cf. section 4).

Les ratios de la dette rapportée au PIB des sociétés non financières ont continué à augmenter même après le début de la crise financière pour ne

Graphique 1 Ratio dette/PIB des sociétés non financières de la zone euro

(données non consolidées ; en pourcentage)



Source : BCE

Notes : Les données sont basées sur les encours et la somme mobile sur quatre trimestres pour le PIB. La dette inclut les prêts, les titres de créance et les réserves de fonds de pension. Q_75, Q_50 et Q_25 représentent le 75^e, le 50^e (médiane) et le 25^e quantile, respectivement.

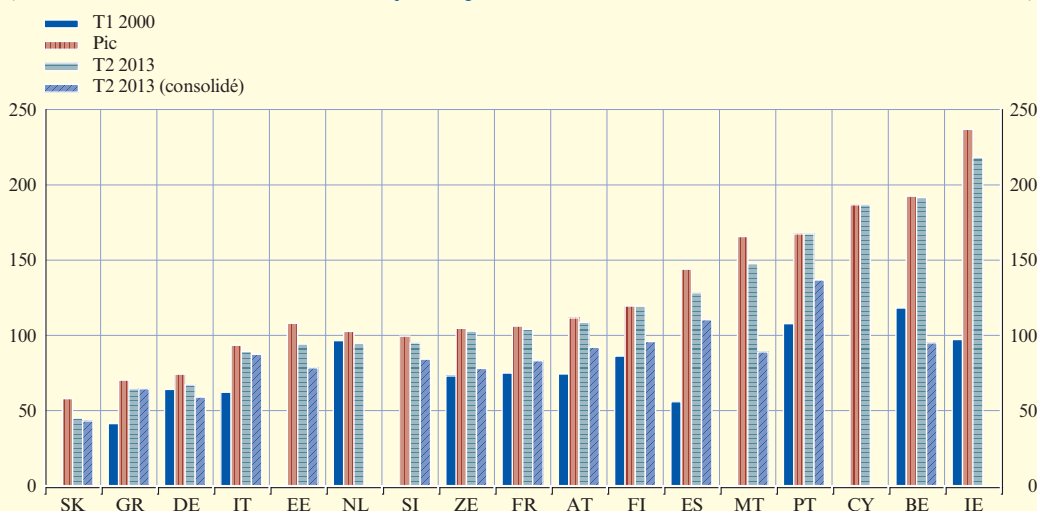
2 Les dernières données relatives aux comptes de la zone euro portent sur le deuxième trimestre 2013. Cf. également les articles intitulés *L'endettement des entreprises dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de février 2012, *La crise financière à la lumière des comptes de la zone euro : une perspective en termes de flux financiers* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2011 et B. Winkler, A. van Riet et P. Bull, *A Flow of Funds Perspective on the Financial Crisis*, Vol. I et II, *Palgrave Macmillan Studies in Economics and Banking*, novembre 2013.

3 Pour une vue d'ensemble rapide des questions méthodologiques se rapportant aux comptes de la zone euro, cf. l'annexe du *Rapport 2013 sur les questions structurelles*.

4 Le niveau élevé du ratio de la dette rapportée au PIB, en termes non consolidés, des sociétés non financières en Belgique et l'augmentation de ce ratio sont liés à des caractéristiques structurelles, par exemple le caractère attractif du pays pour les groupes multinationaux, qui favorisent les prêts intragroupes à grande échelle. Parmi tous les pays de la zone euro, c'est en Belgique (97 points de pourcentage) et à Malte (59 points de pourcentage) que l'écart entre les ratios de dette rapportée au PIB en termes non consolidés et consolidés a été le plus important.

Graphique 2 Ratio dette/PIB des sociétés non financières dans les différents pays de la zone euro

(données non consolidées, sauf indication contraire ; en pourcentage; classement en fonction de la valeur non consolidée au deuxième trimestre 2013)



Source : BCE

Notes : Le pic représente la valeur maximale enregistrée par un pays entre le premier trimestre 2000 et le deuxième trimestre 2013. La dette non consolidée recouvre les prêts, les titres de créance et les réserves de fonds de pension. La dette consolidée recouvre les prêts (hors prêts intragroupes), les titres de créance et les réserves de fonds de pension. Les données sont basées sur les encours. En raison de l'absence de données, la première barre se rapporte au premier trimestre 2001 pour l'Irlande et au deuxième trimestre 2000 pour la Grèce. Les données relatives à l'Estonie, à Chypre, au Luxembourg, à Malte, à la Slovaquie et à la Slovaquie sont partiellement manquantes. Les données consolidées ne sont pas disponibles pour l'Irlande, Chypre ou les Pays-Bas. ZE désigne la zone euro.

culminer qu'en 2009-2010, à 105 %. Cette évolution a reflété le profil d'évolution « normal » d'un processus de désendettement légèrement différé, principalement lié à l'évolution décalée du crédit bancaire autour des points de retournement de l'activité économique. L'augmentation du ratio d'endettement s'explique également par une forte contraction du PIB en volume (effet dénominateur). Un tableau similaire se dessine lors de l'examen des ratios de la dette rapportée à l'excédent brut d'exploitation, qui sont liés plus spécifiquement au montant de la dette comparé aux revenus de l'entreprise et donc à la capacité du secteur des entreprises de la zone euro à rembourser ses dettes⁵.

En dépit du léger ajustement observable au niveau des entreprises non financières de la zone euro considérées dans leur ensemble, un tableau plus nuancé du désendettement des entreprises se dessine (a) selon les pays, (b) selon les secteurs d'activité, (c) en analysant les effets de substitution dans le financement des entreprises et (d) en distinguant les effets sur l'endettement des entreprises qui résultent des transactions et des effets de valorisation.

PROGRÈS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN TERMES DE DÉSENDETTEMENT DANS LES DIFFÉRENTS PAYS DE LA ZONE EURO

La rapidité de l'ajustement par rapport au pic d'endettement des entreprises avant la crise a différé sensiblement selon les pays de la zone euro (cf. graphique 2). Au deuxième trimestre 2013, des progrès dans la réduction des ratios élevés dette/PIB avaient été réalisés par les sociétés non financières en Espagne (- 11 % par rapport au pic, à 128 % du PIB), à Malte (- 11 %, à 148 % du PIB) et en Irlande (- 8 %, à 218 % du PIB), tandis que dans d'autres pays comme le Portugal (167 % du PIB) et Chypre (187 % du PIB), l'atonie de l'activité économique a empêché une réduction des taux d'endettement des entreprises jusqu'au deuxième trimestre 2013. Dans le même temps, ces taux sont restés nettement supérieurs à la moyenne de la zone euro dans ces pays.

5 En dépit du contenu informatif plus spécifique du ratio de la dette rapportée à l'excédent brut d'exploitation, l'analyse des ratios de la dette rapportée au revenu est fondée sur le ratio dette/PIB par manque de données relatives à certains pays de la zone euro.

RÉALLOCATIONS DE FONDS ENTRE SECTEURS ÉCONOMIQUES

Les agrégats macroéconomiques au niveau de l'ensemble du secteur privé non financier masquent les réallocations de fonds intervenues entre les secteurs productifs et les entreprises de la zone euro. Les secteurs surendettés ont eu tendance à réduire leur niveau d'endettement plus fortement que les secteurs moins endettés. Ainsi, les secteurs de la construction et des services immobiliers et, dans une moindre mesure, le secteur industriel, ont sensiblement réduit leurs ratios « prêts des IFM/valeur ajoutée brute » par rapport à leurs pics respectifs (cf. graphique 3)⁶. C'est en Irlande, en Espagne, à Chypre et à Malte que l'endettement des entreprises dans les secteurs de la construction et des services immobiliers a été le plus élevé, principalement en raison de l'envolée des marchés de l'immobilier résidentiel avant la crise financière.

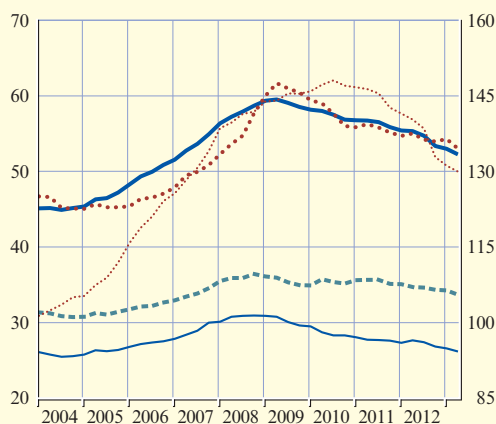
EFFETS DE SUBSTITUTION DANS LE FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DURANT LA CRISE

De nouveaux éléments relatifs au profil d'évolution du désendettement des sociétés non financières durant la crise financière peuvent être tirés de l'analyse des transactions des entreprises sur les instruments de financement, qui révèlent des changements naissants, mais potentiellement importants, dans les structures de financement. Généralement, le développement d'un système financier offrant davantage de possibilités et d'instruments de financement peut contribuer à diversifier les sources de financement des entreprises et donc à améliorer la résistance du secteur face à des modifications brutales des conditions d'octroi des crédits. En particulier, dans un contexte de durcissement des critères d'octroi des crédits bancaires lié à l'incertitude macroéconomique et à la forte aversion au risque des banques durant la crise financière, les entreprises ont en partie remplacé les prêts bancaires par d'autres sources de financement

Graphique 3 Ratio prêts des IFM/valeur ajoutée brute dans les différents secteurs d'activité de la zone euro

(en pourcentage)

- Ensemble des secteurs (échelle de gauche)
- Industrie (échelle de gauche)
- - - Commerce de gros et de détail (échelle de gauche)
- Services autres que les services immobiliers
- Construction et services immobiliers (échelle de droite)



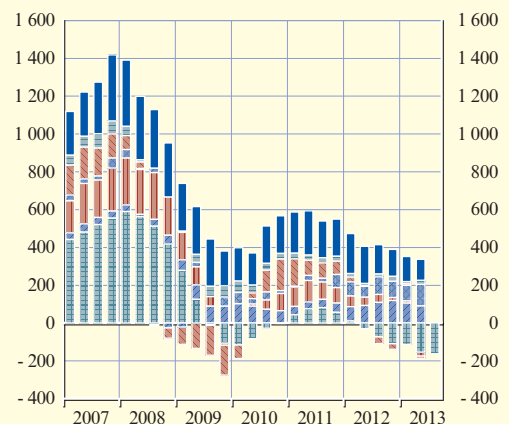
Source : BCE

Notes : Les secteurs sont définis conformément à la classification NACE Rev.2. Les données sont basées sur les encours de prêts des IFM et la somme mobile sur quatre trimestres de la valeur ajoutée brute.

Graphique 4 Financement des sociétés non financières de la zone euro – mise en évidence des effets de substitution

(sommes mobiles sur quatre trimestres des transactions ; montants en milliards d'euros)

- Actions non cotées émises
- Prêts intragroupes
- Actions cotées émises
- Titres de créance émis
- Crédits commerciaux à payer
- Prêts des IFM aux sociétés non financières
- Autres prêts



Source : BCE

6 En raison de l'absence de données, l'endettement des sociétés non financières dans les différents secteurs d'activité se rapporte au ratio des prêts des IFM rapportés à la valeur ajoutée brute.

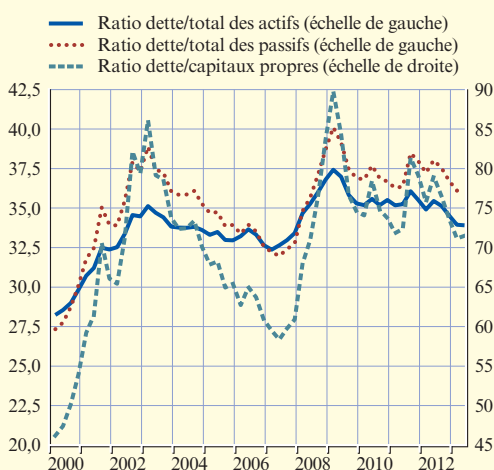
(cf. graphique 4). Cette substitution a permis d'atténuer les effets négatifs de la crise financière sur le financement des entreprises et peut donc être considérée comme une marge d'ajustement utilisée par les sociétés non financières pour faire face aux tensions liées aux intermédiaires financiers. Dans le même temps, les effets de substitution ont varié d'un pays de la zone euro à l'autre et sont restés limités dans l'ensemble, reflétant en partie l'atonie de la demande de financements externes des entreprises et les difficultés rencontrées par les PME pour lever des fonds sur les marchés de financement.

DISTINGUER LES VARIATIONS DES RATIOS D'ENDETTEMENT RÉSULTANT DES TRANSACTIONS DE CELLES LIÉES AUX EFFETS DE VALORISATION

Les ratios d'endettement des entreprises, tels que le taux d'endettement rapporté au total des actifs, évoluent généralement de façon plus volatile que les taux d'endettement par rapport au revenu car ils sont fortement influencés par les effets de valorisation⁷. Le ratio de la dette rapportée aux actifs est instructif, car des actifs peuvent être cédés par une entreprise pour générer de la liquidité de financement. Ces actifs peuvent en outre servir de garanties et contribuer positivement à la mise à disposition de financements aux entreprises. Le taux d'endettement rapporté au total des actifs des sociétés non financières a augmenté durant la crise financière, atteignant 37,4 % au premier trimestre 2009, mais il a diminué depuis, comme le montrent les données jusqu'au deuxième trimestre 2013 (cf. graphique 5). Plus encore que le taux d'endettement rapporté au total des actifs, le ratio de la dette rapportée aux capitaux propres des sociétés non financières de la zone euro a enregistré de fortes variations au cours de la période sous revue, en raison de l'incidence des effets de valorisation sur les actions⁸. S'agissant de la structure financière des sociétés non financières de la zone euro, les actions représentent 50 % du total de leurs engagements, la part des actions non cotées étant nettement plus importante que celle des actions cotées (36 % contre 14 %, respectivement, au deuxième trimestre 2013)⁹.

Graphique 5 Taux d'endettement des sociétés non financières de la zone euro

(données non consolidées ; en pourcentage)

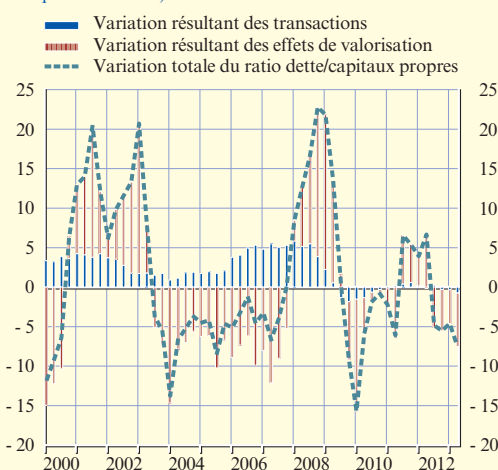


Source : BCE

Notes : La dette recouvre les prêts, les titres de créance et les réserves de fonds de pension. Le total des actifs correspond aux actifs financiers plus les immobilisations.

Graphique 6 Variations du ratio dette/capitaux propres des sociétés non financières de la zone euro et contributions à ces variations

(données non consolidées ; en points de pourcentage ; somme mobile sur quatre trimestres)



Source : BCE

Notes : Les données sont basées sur les encours et les stocks notionnels. Ces derniers sont calculés en ajoutant les transactions aux encours pour une période de référence (le premier trimestre 2000).

⁷ Dans les comptes de la zone euro, les actifs et passifs financiers sont valorisés aux prix du marché.

⁸ Le ratio de la dette rapportée aux capitaux propres à la valeur de marché peut être utilisé comme mesure de la dette des entreprises par rapport aux flux de revenus attendus générés par une entreprise, indiquant la valeur de marché perçue d'une entreprise.

⁹ Si les actions cotées sont principalement utilisées par les grandes entreprises, les actions non cotées ne sont pas négociées sur les marchés financiers et sont très hétérogènes d'un pays à l'autre de la zone euro.

Distinguer les variations des ratios de la dette rapportée aux capitaux propres résultant des transactions (sous la forme d'émissions nettes d'actions et de modifications du financement par endettement) de celles résultant des effets de valorisation¹⁰ permet de mieux appréhender les évolutions de l'endettement (cf. graphique 6). Après une hausse de l'endettement résultant des transactions entre 2004 et le début de la crise financière, depuis 2008, les opérations sur actions et titres de créance ont principalement contribué à une diminution du ratio de la dette rapportée aux capitaux propres des sociétés non financières de la zone euro, par le biais de remboursements de dette et d'émissions d'actions. Toutefois, le processus de désendettement des sociétés non financières de la zone euro a été sérieusement entravé par la baisse des cours boursiers entre 2008 et 2009, qui a entraîné une augmentation généralisée du ratio de la dette rapportée aux capitaux propres. Le recul global de ce ratio entre le quatrième trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2011, puis de nouveau entre le troisième trimestre 2012 et le deuxième trimestre 2013, a principalement résulté des plus-values enregistrées sur les marchés boursiers.

ÉVALUER LA VULNÉRABILITÉ DE LA DETTE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

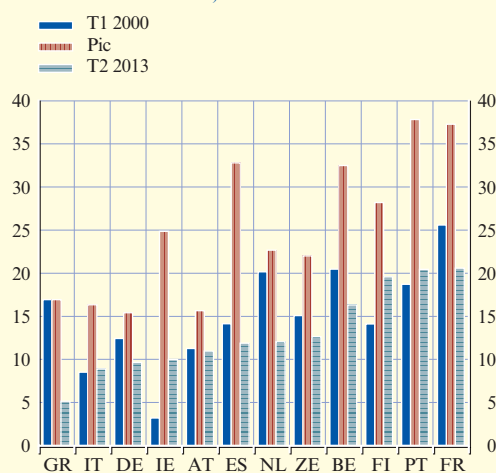
Pour évaluer la soutenabilité de la dette des entreprises, il faut prendre en compte divers indicateurs relatifs aux vulnérabilités qui résultent de leur niveau d'endettement. Ces indicateurs incluent notamment la charge d'intérêts, la structure par échéances de la dette et la part de celle-ci financée à taux variables.

Premièrement, la charge d'intérêts des sociétés non financières de la zone euro, définie comme la part du revenu qui doit être consacrée au paiement des intérêts de la dette, est revenue de 22 % fin 2008 à 13 % à la fin du deuxième trimestre 2013, principalement grâce au bas niveau des taux d'intérêt et au processus de désendettement. Des variations importantes sont constatées entre les pays de la zone euro (cf. graphique 7). C'est en Irlande, en Espagne et au Portugal que les entreprises ont subi la plus forte augmentation de leurs charges d'intérêts. Le pourcentage de leur revenu qui a dû être affecté aux paiements d'intérêts a augmenté de quelque 20 points de pourcentage entre 2000 et les pics d'endettement respectifs enregistrés par chacun des pays au second semestre 2008. Cette évolution reflète les tensions sur les coûts de financement des sociétés non financières dans ces pays. Par rapport à ces pics, la charge d'intérêts a généralement diminué, comme le montrent les données relatives au deuxième trimestre 2013, reflétant la répercussion des baisses des taux directeurs et une relative amélioration des conditions d'octroi des crédits pour les entreprises.

Deuxièmement, s'agissant de la structure par échéances des avoirs et des engagements des sociétés non financières, une proportion élevée de financements à court terme dans le total des financements implique des risques de refinancement potentiels et peut engendrer des pénuries de liquidité dans un contexte de tensions

Graphique 7 Charges d'intérêts des sociétés non financières dans les différents pays de la zone euro

(en pourcentage ; paiements d'intérêts bruts rapportés à l'excédent brut d'exploitation ; classement en fonction du résultat du deuxième trimestre 2013)



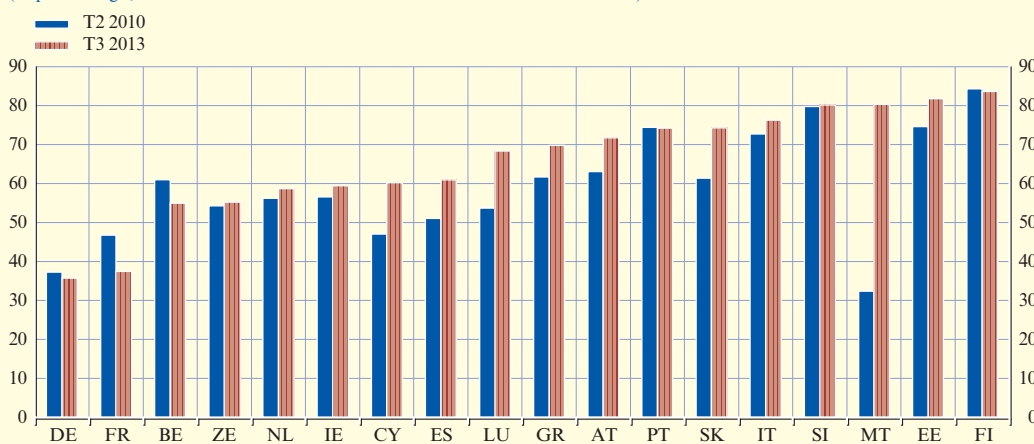
Source : BCE

Notes : Le pic représente la valeur maximale enregistrée par un pays entre le premier trimestre 2000 et le deuxième trimestre 2013. Les données sont manquantes pour l'Estonie, Chypre, le Luxembourg, Malte, la Slovénie et la Slovaquie. ZE désigne la zone euro.

¹⁰ Les effets de valorisation sur l'encours de dette et/ou de capitaux propres incluent les plus-values ou moins-values résultant de variations des prix de marché ou d'autres changements, par exemple des moins-values latentes sur les titres de créance.

Graphique 8 Part des prêts à court terme et des prêts à long terme assortis d'un taux variable dans le total des prêts des IFM aux sociétés non financières

(en pourcentage ; classement établi en fonction de la valeur au troisième trimestre 2013)



Source : BCE

Notes : Les données sont basées sur les encours. ZE désigne la zone euro.

sur les marchés. Au niveau de la zone euro, la part de la dette à court terme dans la dette totale des sociétés non financières a diminué, revenant de 33 % en 2000 à 24 % à la fin du deuxième trimestre 2013. Ainsi, de ce point de vue tout au moins, les sociétés non financières semblent relativement bien préservées des changements soudains des conditions de financement à court terme.

Troisièmement, même si le financement à court terme représente un pourcentage relativement faible du financement total, le risque de taux d'intérêt peut rester important si une forte proportion de la dette à long terme est financée à taux variables plutôt que fixes. Le graphique 8 présente l'évolution, dans les différents pays de la zone euro, de la part des prêts bancaires à court terme et à long terme assortis d'un taux variable dans le total des prêts. Entre le deuxième trimestre 2010 (début des séries chronologiques) et le troisième trimestre 2013, la moyenne de la zone euro n'a que légèrement augmenté, passant de 54 % à 55 %. La situation a varié fortement d'un pays à l'autre de la zone, la part des prêts contractés à taux variables étant relativement faible en Allemagne et en France et la plus élevée en Estonie et en Finlande. Même si une proportion plus importante de financements à taux variables a permis aux entreprises de bénéficier de la baisse des taux de marché de référence (tels que l'Euribor) durant la crise, elle est de nature à accroître la vulnérabilité des entreprises aux hausses des taux d'intérêt.

Globalement, au niveau de l'ensemble de la zone euro, on ne constate qu'un ajustement progressif de l'endettement jusqu'au deuxième trimestre 2013, alors qu'un rythme de désendettement plus soutenu peut être observé si l'on considère les différents pays et les différents secteurs d'activité. En effet, dans certains pays et certains secteurs, l'accumulation de dette a été particulièrement importante avant la crise et il s'est avéré que ce sont ces mêmes pays (comme l'Irlande et l'Espagne) et ces mêmes secteurs économiques (en particulier la construction et les services immobiliers) qui ont été le plus gravement touchés par la crise et qui se sont désendettés le plus fortement jusqu'au deuxième trimestre 2013.

3 LES ÉVOLUTIONS DE L'ENDETTEMENT EN FONCTION DES CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES

Une analyse plus approfondie montre que les différences au niveau des pays et des secteurs masquent d'importantes hétérogénéités d'une entreprise à l'autre, reflétant un certain nombre de caractéristiques qui leur sont propres. Il est primordial de mettre l'accent sur ces facteurs afin de mieux comprendre si, et dans quelle mesure, les problèmes de financement et l'incertitude économique générale ont

affecté les différentes entreprises depuis le début de la crise, et de mieux cerner les vulnérabilités persistantes qui résultent de leurs difficultés de financement ¹¹.

La littérature économique relative à la structure du capital des entreprises recense un grand nombre de facteurs pouvant expliquer le degré très élevé d'hétérogénéité qu'elles présentent en matière de levier d'endettement (cf. encadré 1). Certains de ces facteurs sont propres aux entreprises, tels que la rentabilité, la volatilité et le caractère prévisible des ressources internes, le type d'actifs à financer et la volonté des entrepreneurs d'accepter de nouveaux actionnaires susceptibles de prétendre à des droits de contrôle. D'autres facteurs sont généralement communs aux entreprises appartenant au même secteur d'activité, tels que le montant du fonds de roulement et des immobilisations nécessaires au fonctionnement de l'entreprise. Enfin, l'endettement de l'entreprise peut être influencé également par les spécificités de l'environnement institutionnel, juridique et financier dans lequel elle exerce son activité ¹².

11 Pour des informations plus détaillées concernant la série de données à l'échelle des entreprises utilisée pour cet article, cf. l'annexe 3 du rapport 2013 sur les questions structurelles (*Structural Issues Report*).

12 Celles-ci recouvrent en général des facteurs propres au pays, tels que le développement des marchés financiers, les types de relation entre entreprises et investisseurs, la charge et la structure fiscales, ainsi que le caractère contraignant du cadre régissant les droits des créanciers et des actionnaires. Cf., entre autres, F. Bancel et U. Mittoo, *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, *Financial Management*, vol. 33, n° 4, 2004 ; J.P.H. Fan, S. Titman et G.J. Twite, *An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices*, *NBER Working Papers* n° 16445, 2010 ; A. De Jong, R. Kabir et T.T. Nguyen, *Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants*, *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n° 9, September 2008 ; et M. Giannetti, *Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n° 1, mars 2003.

Encadré

POURQUOI LA STRUCTURE DU CAPITAL DE L'ENTREPRISE EST-ELLE IMPORTANTE ? ¹

Le point de départ de toutes les analyses de la structure du capital des entreprises est le théorème de Modigliani et Miller (1958), selon lequel, dans un contexte de marchés financiers parfaits et de système fiscal neutre, la structure du capital n'a pas d'incidence sur la valeur de l'entreprise et sur le coût du capital. Le relâchement des hypothèses restrictives sur lesquelles repose ce théorème permet d'identifier les facteurs qui font que les structures de financement des entreprises ne sont pas indifférentes ainsi que leurs éléments explicatifs sous-jacents. Par exemple, la théorie de « l'arbitrage » (*trade off theory*) de Jensen et Meckling (1976) montre que les entreprises fixent un niveau d'endettement cible auquel les avantages fiscaux tirés d'une dette supplémentaire contrebalancent juste les coûts liés à d'éventuelles difficultés financières. La théorie du « financement hiérarchique » (*pecking order theory*) de Myers et Majluf (1984) et Myers (1984) met en évidence l'influence que l'asymétrie d'information entre les investisseurs ou les prêteurs et les dirigeants de l'entreprise peut exercer sur la structure du capital. Comme l'asymétrie d'information accroît les coûts de financement, les entreprises ont recours en priorité à l'autofinancement par rapport au financement externe et, si le recours à des ressources externes est nécessaire, comme le financement par endettement implique des coûts plus faibles et l'absence d'actionnaires externes, elles privilégient l'endettement par rapport à l'émission d'actions. Selon les théories précitées, un certain nombre de caractéristiques propres à l'entreprise concourent à la détermination de la structure du capital d'une société. Les études empiriques concluent généralement que l'endettement est influencé négativement par la rentabilité au niveau de l'entreprise et les opportunités de croissance mais positivement par la taille de l'entreprise (par exemple la valeur comptable des actifs) et la tangibilité des actifs. Les effets d'appartenance à un secteur jouent également un rôle,

1 Pour des informations détaillées sur les références indiquées dans cet encadré, cf. le rapport 2013 sur les questions structurelles (*Structural Issues Report*)

les ratios d'endettement des entreprises étant différents selon le secteur d'activité. Si la plupart de ces effets sont globalement cohérents avec la théorie de l'arbitrage, l'effet de rentabilité suggère plutôt que les décisions de financement suivent un ordre hiérarchique. De nombreuses études montrent également que les entreprises convergent vers un ratio d'endettement cible, ce qui correspond à la théorie de l'arbitrage.

Du point de vue de la stabilité financière, un aspect à considérer est la relation entre l'endettement et la probabilité de défaut. Avec l'accroissement de l'endettement, la capacité de remboursement des emprunteurs devient progressivement plus sensible à des baisses du revenu ou des ventes et, notamment dans le cas d'un endettement à taux variable, à des hausses des taux d'intérêt (Cecchetti *et al.* 2011). En outre, en période de récession, la pression des coûts liés au service de la dette peut contraindre les entreprises fortement endettées à réduire leurs investissements (voire leur production et leurs effectifs) plus fortement que les entreprises moins endettées ; de ce fait, un endettement élevé peut rendre l'économie moins stable (Bernanke et Campbell, 1988). D'un point de vue conjoncturel, un levier d'endettement élevé peut conduire à un excès d'endettement (Myers, 1977). Une entreprise qui s'est trop endettée peut se retrouver dans une situation où elle ne peut plus recourir à l'endettement pour financer ses futurs projets, même si ces projets devaient dégager une valeur actualisée nette positive, parce que le bénéfice attendu devrait être utilisé pour servir les engagements existants. La croissance de l'économie pourrait être freinée par les réductions des investissements qui en résultent.

Selon des études récentes (par exemple De Jong *et al.*, 2011, et Almeida et Campello, 2010), la vérification des théories relatives à la structure du capital devrait être centrée sur des tests communs de différentes théories permettant d'opérer une distinction entre les différentes prédictions théoriques. De Jong *et al.* (2011) ont établi que la théorie du financement hiérarchique expliquait mieux les émissions de dette, tandis que la théorie de l'arbitrage était plus performante pour prédire des décisions de rachat de dette. Par ailleurs, Byoun (2008) montre que lorsque les entreprises se rapprochent de leurs ratios d'endettement cible, le rythme d'ajustement est plus rapide en présence d'un déficit de financement lorsque l'endettement est inférieur à la cible, ou d'un excédent de financement lorsque l'endettement est supérieur à la cible. En outre, les vitesses d'ajustement sont plus élevées lorsque les entreprises dépassent leurs cibles d'endettement que lorsqu'elles se situent à des niveaux inférieurs. De plus, les entreprises qui enregistrent un déficit (excédent) de financement ont tendance à augmenter (réduire) leur endettement indépendamment de son niveau par rapport à la cible. Par conséquent, des aspects des deux théories semblent valables. Enfin, Lemmon et Zender (2010) apportent des éléments en faveur de la théorie du financement hiérarchique. Après avoir établi une distinction entre les entreprises qui subissent des contraintes financières et celles qui n'en subissent pas, les auteurs montrent que ces dernières remédient à leurs déficits de financement presque entièrement par l'endettement, tandis que les premières (généralement des entreprises de plus petite taille) ont recours, dans une plus large mesure, aux émissions d'actions, en raison de préoccupations ayant trait à leur capacité d'endettement et de leurs fortes perspectives de croissance.

L'analyse de cette section s'appuie sur les données de bilan des entreprises issues de la base de données Amadeus du Bureau van Dijk. L'échantillon comporte environ 13,8 millions d'observations annuelles de 2,5 millions d'entreprises dans dix-sept pays entre 2001 et 2011¹³.

13 Le principal avantage de la base de données Amadeus du Bureau van Dijk est qu'elle recouvre des informations financières comparables concernant les entreprises publiques et privées des différents pays. L'échantillon utilisé dans cette section comprend essentiellement des sociétés non financières non cotées en bourse, à l'exception des entreprises des secteurs de l'agriculture, de la sylviculture, de la pêche et des activités minières. Pour de plus amples détails concernant la série de données, cf. l'annexe 3 du rapport 2013 sur les questions structurelles (*Structural Issues Report*).

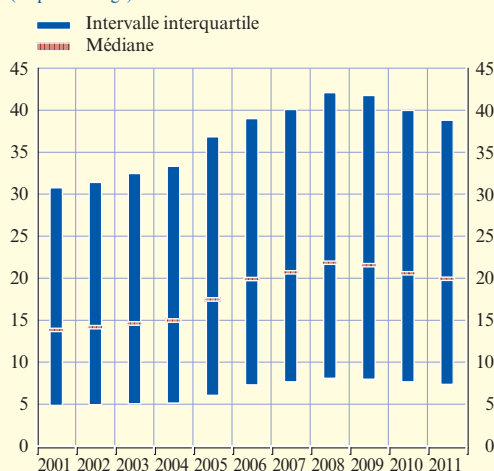
ÉVOLUTIONS DE L'ENDETTEMENT ET DU DÉSENDETTEMENT DES ENTREPRISES DE LA ZONE EURO

Tout au long de la période d'échantillonnage, un tiers environ des entreprises n'affichaient aucun endettement¹⁴, dont 41 % et 44 % de micro-entreprises et de jeunes entreprises, respectivement¹⁵. Le levier d'endettement médian des entreprises endettées, qui reflète la dynamique du ratio global dette/actifs décrit dans la précédente section, s'est inscrit en hausse constante, de 8 points de pourcentage, pour atteindre 22 % entre 2001 et 2008, sous l'effet de conditions favorables sur les marchés financiers et du crédit. Depuis 2008, l'indicateur est revenu à 20 %, en raison essentiellement de la faible dynamique des prêts des IFM (cf. graphique 9).

Le levier d'endettement d'une entreprise diminue généralement à mesure que son âge et ses ventes augmentent (cf. graphiques 10a et 10b). Cette information, associée à la forte proportion de jeunes entreprises et de petites entreprises sans dette financière, confirme l'opinion généralement admise selon laquelle ces entreprises rencontrent

Graphique 9 Endettement des sociétés non financières de la zone euro

(en pourcentage)



Sources : Base de données Amadeus du Bureau van Dijk et calculs de la BCE

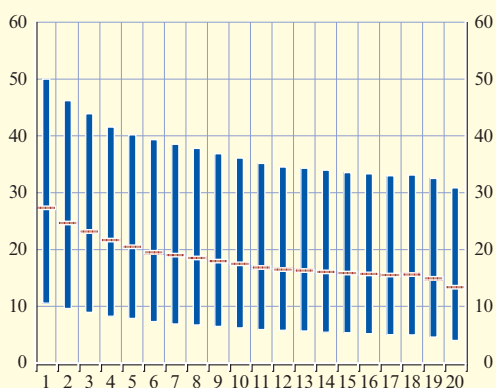
Notes : L'endettement est défini comme la somme des dettes à court terme et à long terme divisée par le total des actifs. Les entreprises n'ayant pas de dette financière sont exclues. L'intervalle interquartile est défini comme l'écart entre le 75^e quantile et le 25^e quantile.

Graphique 10 Levier d'endettement des sociétés non financières de la zone euro, en fonction de leur âge et de leur chiffre d'affaires

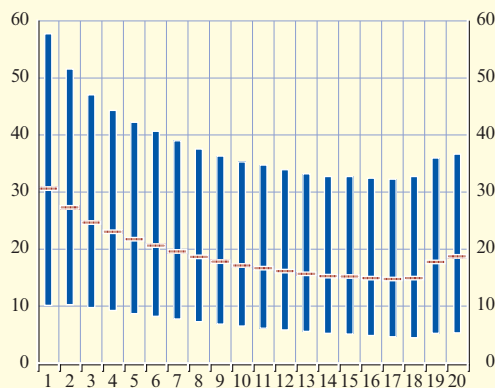
(en pourcentage)

— Intervalle interquartile
 - - - Médiane

a) Quantiles relatifs à l'âge



b) Quantiles relatifs au chiffre d'affaires



Notes : Le levier d'endettement est défini comme la somme des dettes à court terme et à long terme divisée par le total des actifs. Les entreprises n'ayant pas de dette financière sont exclues. L'intervalle interquartile est défini comme l'écart entre le 75^e quantile et le 25^e quantile.

14 Le levier d'endettement se définit comme la somme de la dette à court terme et de la dette à long terme, divisée par le total des actifs. La définition exclut les crédits commerciaux et les provisions. Elle est proche du ratio de la dette rapportée au total des actifs analysé dans la section précédente, bien que les provisions en soient exclues.

15 La classification par taille est tirée de la définition de la Commission européenne et recouvre quatre catégories d'entreprises : micro, petite, moyenne et grande entreprise. Pour une description détaillée, cf. l'annexe 3 du rapport 2013 sur les questions structurelles (*Structural Issues Report*). Les jeunes entreprises sont des entreprises de moins de trois ans.

davantage d'obstacles pour emprunter des fonds et, lorsqu'elles empruntent, dépendent fortement de la dette bancaire pour financer leur activité. Les entreprises dont les ventes sont très élevées (d'où sans doute un important besoin de financement de leur investissement et de leur fonds de roulement) présentent des niveaux d'endettement plus importants.

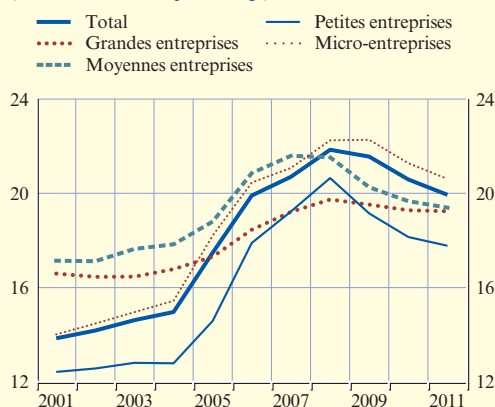
Le graphique 11 retrace l'évolution du levier d'endettement des entreprises de la zone euro en fonction de leur taille. Alors qu'il est demeuré globalement stable entre 2001 et 2004, il a fortement augmenté dans le cas des entreprises de petite taille. On constate des signes de désendettement à compter de 2009, mais le ratio d'endettement est demeuré élevé d'un point de vue historique.

Pour évaluer dans quelle mesure ce profil d'évolution est commun aux entreprises affichant des niveaux élevé et faible d'endettement, le tableau 1 montre l'évolution des ratios d'endettement, ventilés selon la taille des entreprises. Il est intéressant de noter que le profil global de désendettement va de pair avec un endettement croissant des entreprises dont le levier d'endettement est bas, indépendamment de leur taille. En effet, le levier d'endettement moyen des entreprises dont le niveau d'endettement était initialement nul ou faible a continué d'augmenter depuis le début de la crise, alors que les entreprises dont le levier était élevé au départ se sont engagées presque immédiatement dans un processus de désendettement. Toutes les entreprises affichant un ratio dette/total des actifs élevé, indépendamment de leur taille, se sont engagées dans un processus de désendettement. Toutefois, ce dernier a été plus prononcé dans le cas des micro-entreprises et des PME que dans celui des grandes entreprises, indiquant une fois de plus que les entreprises dépendent à des degrés divers des prêts bancaires et d'autres sources de financement, en fonction de leur taille.

Le profil d'évolution, durant la crise, des entreprises présentant un niveau d'endettement nul confirme et complète les données récentes relatives aux entreprises disposant d'une flexibilité financière. En particulier, il s'est avéré que les entreprises ayant accumulé une capacité d'emprunt inutilisée du fait de la politique d'endettement prudente qu'elles avaient menée durant un certain nombre d'années précédant la crise sont aussi capables de lever un financement externe et d'entreprendre des investissements lorsqu'une occasion se présente, en dépit d'une détérioration des perspectives macroéconomiques¹⁶.

Graphique 11 Levier d'endettement des sociétés non financières de la zone euro en fonction de leur taille

(valeurs médianes ; en pourcentage)



Sources : Base de données Amadeus du Bureau van Dijk et calculs de la BCE

Notes : Cf. graphique 9. Les catégories de taille sont définies à partir des informations relatives au chiffre d'affaires, aux actifs et au nombre de salariés (s'il est connu). Afin de neutraliser les différences de taux d'inflation, les valeurs du chiffre d'affaires et des actifs sont calculées en termes réels, à l'aide du déflateur du PIB (l'année de référence est 2000). La classification est fondée sur les plafonds définis par la Commission européenne. Les micro-entreprises ont moins de 10 salariés et un chiffre d'affaires ou des actifs inférieurs à 2 millions d'euros. Les petites entreprises comptent moins de 50 salariés et ont un chiffre d'affaires ou des actifs inférieurs à 10 millions d'euros tandis que les moyennes entreprises ont moins de 250 salariés, un chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros et des actifs inférieurs à 43 millions. Au-delà de ces seuils les entreprises sont classées comme grandes.

¹⁶ Cf. A. Ferrando, M.T. Marchica et R. Mura, *Financial flexibility across the euro area and the United Kingdom*, Working Paper Series, n° 1630, BCE, 2014. En s'appuyant sur un échantillon analogue de sociétés non financières de la zone euro, les auteurs constatent que durant la récente crise financière, les entreprises ont toutes effectué des investissements inférieurs, en moyenne, à ceux des quatre années précédentes. Cependant, les entreprises disposant d'une flexibilité financière (définies comme les entreprises ayant mené une politique d'endettement prudente avant la crise) ont semblé être capables de céder leurs actifs dans une bien moindre mesure que les autres. Durant la période comprise entre 2007 et 2010, la réduction de leurs dépenses en capital a représenté 6,8 points de pourcentage environ, tandis que pour les autres entreprises elle a été de quelque 14,4 points de pourcentage. En outre, les entreprises dotées d'une flexibilité financière ont également été moins exposées, semble-t-il, aux imperfections du marché même dans les conditions difficiles de la récente crise, affichant une moins grande sensibilité aux flux de trésorerie que les autres entreprises.

Par conséquent, ces résultats rendent encore plus complexe l'évaluation des bénéfices du désendettement et indiquent qu'un profil global de désendettement peut, à un moment donné, aller de pair avec un profil d'endettement croissant pour les entreprises considérées comme dotées d'une flexibilité financière.

FACTEURS DÉTERMINANT LES DÉCISIONS D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES ET INCIDENCE DE LA CRISE

Comme l'explique l'encadré, un certain nombre de caractéristiques propres à l'entreprise peuvent jouer un rôle dans la détermination de la structure de son capital. Les entreprises dont la rentabilité opérationnelle est faible ou élevée tendent à afficher un levier d'endettement plus faible que celles présentant une rentabilité opérationnelle intermédiaire, ce qui signale l'existence d'une relation non linéaire entre endettement et bénéfices¹⁷ (cf. graphique 12a). En outre, le graphique 12b montre que l'endettement augmente avec la proportion d'actifs corporels, ce qui peut s'expliquer par l'utilisation de ces actifs en garantie ou, plus globalement, par le fait qu'ils renforcent l'attrait des entreprises emprunteuses aux yeux des investisseurs extérieurs (dans ce cas, également, on note des signes d'une relation non linéaire entre les deux variables)¹⁸.

Lorsque toutes ces caractéristiques sont prises en compte dans une analyse économétrique, les résultats confirment pour l'essentiel les données empiriques existantes¹⁹. Par exemple, le levier d'endettement des jeunes entreprises (âgées de moins de cinq ans) est supérieur de 4 points de pourcentage environ à celui des entreprises plus anciennes. Les résultats empiriques attestent également la présence d'asymétries s'agissant de l'effet lié à la rentabilité des entreprises, l'endettement tendant à être moins élevé aussi bien pour les entreprises dont le bénéfice d'exploitation est plus important (conformément à l'hypothèse de hiérarchisation, selon laquelle les entreprises rentables préfèrent recourir à l'autofinancement) que pour celles dont les pertes d'exploitation sont plus élevées

Tableau I Ratios de levier d'endettement avant et après la crise, ventilés en fonction de la taille de l'entreprise et de l'importance de l'endettement

(en pourcentage)	2007	2008	2009	2010	2011
Ensemble des entreprises affichant un					
levier d'endettement nul en 2007	0,00	3,60	4,90	5,60	6,20
levier d'endettement faible en 2007	9,80	11,10	11,60	11,50	11,90
levier d'endettement élevé en 2007	44,90	37,90	34,60	30,60	29,00
Ventilation par taille					
Micro-entreprises affichant un					
levier d'endettement nul en 2007	0,00	3,60	5,00	5,70	6,30
levier d'endettement faible en 2007	9,90	11,10	11,60	11,40	11,90
levier d'endettement élevé en 2007	45,70	38,00	34,50	30,00	28,30
PME affichant un					
levier d'endettement nul en 2007	0,00	3,50	4,70	5,40	5,80
levier d'endettement faible en 2007	9,50	11,40	11,70	11,70	11,90
levier d'endettement élevé en 2007	42,30	37,50	34,90	32,10	30,80
Grandes entreprises affichant un					
levier d'endettement nul en 2007	0,00	2,50	2,80	4,10	4,00
levier d'endettement faible en 2007	8,70	10,40	10,90	11,50	12,10
levier d'endettement élevé en 2007	41,30	38,00	35,80	35,20	34,00

Sources : Base de données Amadeus du Bureau van Dijk et calculs de la BCE

Notes : Le levier d'endettement est défini comme la somme des dettes à court terme et à long terme divisée par le total des actifs. Les entreprises affichant un faible endettement en 2007 sont celles qui avaient, en 2007, un endettement positif inférieur à la médiane (parmi les entreprises endettées) dans le secteur correspondant et le pays dans lequel elles exercent leur activité. Les entreprises affichant un endettement élevé en 2007 sont celles qui avaient, en 2007, un endettement positif supérieur à la médiane (parmi les entreprises endettées) dans le secteur correspondant et le pays dans lequel elles exercent leur activité. La taille des entreprises est définie comme dans le graphique 11.

17 La modification de la pente intervient autour du huitième quantile, lorsque l'indicateur de rentabilité s'inscrit à 7 % environ.

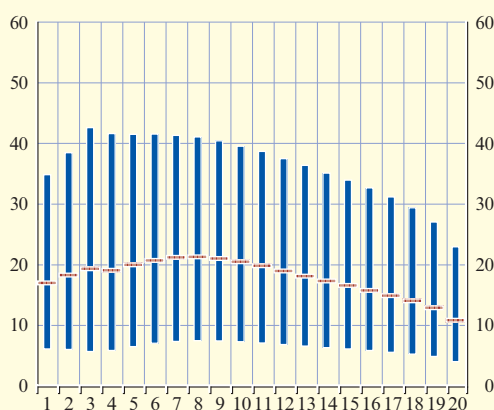
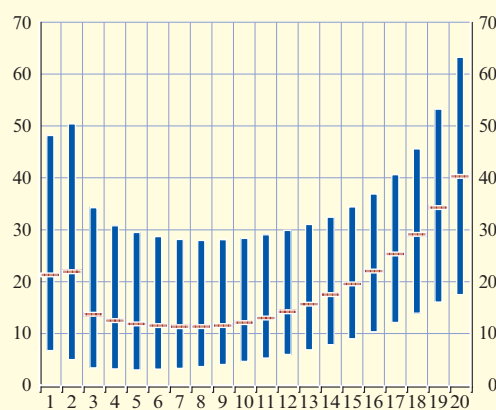
18 La modification de la pente intervient autour du septième quantile, lorsque la proportion d'actifs corporels est de 6 % environ.

19 Cf. la section 2.2 du rapport 2013 sur les questions structurelles (*Structural Issues Report*). L'analyse s'appuie sur un modèle Tobit qui couvre la pénurie d'endettement de nombreuses entreprises. L'endettement fait l'objet d'une régression par rapport à la taille, à l'âge, au caractère tangible, à la rentabilité, à la progression de l'excédent d'exploitation et à la liquidité. Des variables muettes relatives aux secteurs et aux pays sont également incluses dans les régressions.

Graphique 12 Levier d'endettement des sociétés non financières de la zone euro, en fonction de la rentabilité et de la tangibilité des actifs

(en pourcentage)

— Intervalle interquartile
 ■ Médiane

a) Quantiles relatifs à la rentabilité**b) Quantiles relatifs à la tangibilité des actifs**

Sources : Base de données Amadeus du Bureau van Dijk et calculs de la BCE

Notes : Le levier d'endettement est défini comme la somme des dettes à court terme et à long terme divisée par le total des actifs. Les entreprises n'ayant pas de dette financière sont exclues. L'intervalle interquartile est défini comme l'écart entre le 75^e quantile et le 25^e quantile.

(davantage susceptibles de faire l'objet d'un rationnement de crédit de la part des intermédiaires financiers). Parmi ces facteurs, la liquidité et la tangibilité des actifs des entreprises sont les variables les plus pertinentes d'un point de vue économique : une augmentation de l'écart type de 1 est liée à une baisse (hausse) de 8 (6) points de pourcentage du levier d'endettement.

La crise ne semble pas encore avoir modifié les principaux déterminants de l'endettement des différentes entreprises, mais certains signes indiquent que la pertinence des caractéristiques des entreprises a changé. Par exemple, les mesures des bénéfices, de la croissance et de la tangibilité semblent avoir eu une moindre incidence après 2008. La trésorerie est une exception notable, les signes d'une plus forte incidence négative sur l'endettement provenant sans doute de la moindre disponibilité d'actifs liquides durant la crise.

RATIOS DE LEVIER D'ENDETTEMENT ET DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

Dans le contexte d'une plus grande aversion au risque des établissements de crédit, la situation financière d'une entreprise joue probablement un rôle plus important dans la détermination de son accès au financement externe ainsi que pour expliquer la baisse récente des taux d'investissement et l'ampleur sans précédent de l'effondrement de l'investissement en 2009. Le tableau 2 présente les résultats non paramétriques de la relation entre investissement et tensions financières en 2008

Tableau 2 Diminution des taux d'investissement entre 2007-2008 et 2009 pour différents groupes d'entreprises, ventilée par taille

(en points de pourcentage)

	Entreprises affichant un levier d'endettement nul en 2007-2008	Entreprises affichant un levier d'endettement élevé en 2007-2008	Différence statistique entre les deux groupes	Entreprises affichant une charge d'intérêts faible en 2007-2008	Entreprises affichant une charge d'intérêts élevée en 2007-2008	Différence statistique entre les deux groupes
Micro	- 6	- 9	oui	- 6	- 8	oui
Petites	- 8	- 15	oui	- 7	- 13	oui
Moyennes	- 12	- 16	oui	- 11	- 15	non
Grandes	- 11	- 14	oui	- 11	- 13	non

Sources : Base de données Amadeus du Bureau van Dijk et calculs de la BCE

ainsi que la chute du taux d'investissement qui a suivi en 2009. En particulier, les entreprises sont regroupées en trois sous-ensembles, selon que leur niveau d'endettement était nul, intermédiaire ou élevé durant la période précédant l'effondrement de l'investissement en 2009. Pour chacune de ces catégories, une moyenne transversale du taux d'investissement pour la période 2007-2008 est calculée et soustraite du taux d'investissement en 2009.

Un test statistique est ensuite réalisé afin de vérifier si le recul des taux d'investissement présente des différences entre entreprises n'ayant pas la même situation financière. Les résultats figurant dans le tableau montrent que les entreprises dont le niveau de dette était plus élevé ont réduit leur investissement, signe que la ponction des flux de trésorerie futurs liée au remboursement de la dette pèse sur les dépenses courantes et les décisions d'investissement des entreprises lorsque les perspectives macroéconomiques se détériorent. L'augmentation des ratios mesurant la charge d'intérêts, qui reflètent l'incidence d'une modification des taux d'intérêt, la rentabilité de l'entreprise et son endettement, est également associée à une plus forte diminution de l'investissement en période de crise, excepté dans le cas des grandes entreprises.

Dans l'ensemble, les données à l'échelle de l'entreprise confirment que l'endettement excessif du secteur des entreprises a pu finir par peser sur l'investissement du secteur privé. Les entreprises dont le niveau de dette et les ratios de charges d'intérêt étaient plus élevés ont réduit leur investissement dans une plus grande mesure que les autres durant la crise. Elles ont aussi presque immédiatement entamé un processus de désendettement. En revanche, on observe un profil inverse d'endettement croissant dans le cas des entreprises considérées comme ayant un « bas niveau d'endettement » ou présentant un certain degré de « flexibilité financière » avant la crise. Ces profils distincts qui caractérisent les stratégies d'ajustement des bilans des entreprises devraient être pris en compte pour étudier l'incidence des interventions de politique économique à la suite de la crise financière.

4 L'ENDETTEMENT DU SECTEUR DES ENTREPRISES ET L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

La présente section est consacrée aux leçons que l'on peut tirer de la récente crise financière, par rapport à des épisodes analogues observés par le passé, pour l'analyse à moyen terme du cycle de la dette dans le secteur des entreprises. L'approche comprendra trois volets. Premièrement, la récente crise dans la zone euro s'inscrit dans le contexte international et historique plus large d'épisodes de crise ; l'objectif consiste donc à dégager un ensemble de régularités empiriques, à en tirer des leçons et à déduire des réponses de politique économique qui soient valables également dans les circonstances actuelles. Deuxièmement, les pressions attendues liées au désendettement futur sont identifiées. Troisièmement, d'autres typologies de profils de désendettement sont explorées, à partir des épisodes historiques présentés. Les profils distincts diffèrent principalement sur des points tels que les stratégies d'ajustement des bilans des entreprises, l'interaction entre les processus de désendettement dans divers secteurs et le rôle de la politique économique.

LA CRISE DANS LA ZONE EURO D'UN POINT DE VUE INTERNATIONAL ET HISTORIQUE

En termes de gravité, de durée et d'ampleur, la crise financière récente a entraîné le ralentissement économique le plus sévère observé depuis plusieurs décennies, tant dans la zone euro que dans la plupart des économies avancées. Si de nombreux facteurs ont très probablement contribué aux

ralentissements passés ainsi qu'à leur gravité, de nombreux enseignements théoriques et données empiriques soulignent également le rôle joué par l'accumulation de dette durant la période ayant précédé la crise²⁰.

La présente évaluation porte sur les récessions survenues dans quinze économies avancées entre 1960 et 2013, et se fonde largement sur une série de données établies par Schularick et Taylor (2012)²¹. L'analyse examine les récessions conjoncturelles normales, les récessions plus modérées liées à une crise financière et les crises financières systémiques. Dans l'ensemble, cinquante-quatre récessions sont identifiées dans la série de données, dont quarante sont considérées comme des épisodes conjoncturels normaux, neuf comme des crises financières plus modérées et cinq comme des crises financières (système) sévères (les « cinq grandes » crises identifiées par Reinhart et Rogoff (2009)).

Le graphique 13 montre l'augmentation du ratio du crédit bancaire rapporté au PIB observée autour des pics d'activité économique²². Contrairement à la section 2 du présent article, cette analyse se fonde sur des données consolidées relatives à la dette, dans la mesure où elle porte sur l'ensemble du secteur des sociétés non financières et sur la relation entre dette des entreprises et macroéconomie. Outre les évolutions intervenues au cours de la dernière crise dans la zone euro, le graphique retrace la « moyenne du cycle » obtenue en retenant la moyenne de l'ensemble des récessions identifiées. La zone bleue montre l'intervalle interquartile, mesure de la dispersion autour de la « moyenne du cycle ». Si les périodes précédant les crises ont souvent été marquées par une augmentation des niveaux de dette, l'ampleur de la dette accumulée au cours de la dernière crise dans la zone euro est remarquable d'un point de vue historique. L'accumulation de dette dans la zone euro avant le ralentissement économique figure en dehors de l'intervalle interquartile et se révèle être plus soutenue que les évolutions moyennes constatées au cours des « cinq grandes » crises financières. Si l'on juge par les similitudes historiques, il faut s'attendre à un nouvel ajustement à la baisse du ratio crédit/PIB dans la zone euro.

Le graphique 14 présente le niveau du PIB en volume avant et après les ralentissements économiques majeurs. La gravité sans précédent de la dernière récession dans la zone euro, même mesurée à l'aune d'une large gamme d'épisodes historiques et internationaux, apparaît dans la forte baisse du PIB (environ 5,6 % entre le point haut d'avant la crise et le creux). En outre, l'économie de la zone euro ne s'est stabilisée que modérément après le creux, s'établissant encore 2,0 % environ en deçà de son point haut d'avant la crise.

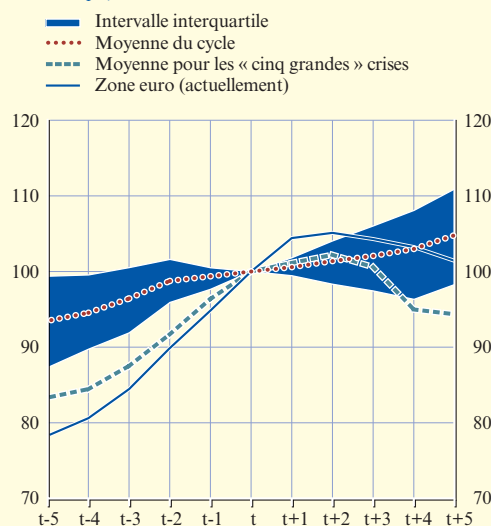
20 Cf. M. Schularick et A.M. Taylor, *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008*, *American Economic Review*, vol. 102, n° 2, avril 2012. Si elle améliore le bien-être lorsqu'elle est modérée, la dette accroît en revanche l'instabilité lorsqu'elle est excessive et qu'elle pèse sur l'économie. En effet, la littérature datant des contributions majeures de, par exemple, Fisher (*The debt-deflation theory of great depressions*, *Econometrica*, vol. 1, n° 4, octobre 1933), Kindleberger (*Manias, panics and crashes: a history of financial crisis*, *New York Basic Books*, 1978) et Tobin (*Review of Stabilizing an Unstable Economy by Hyman P. Minsky*, *Journal of Economic Literature*, vol. 27, n° 1, 1989) a identifié l'endettement, sous la forme de crédit excessif, comme une source importante d'instabilité macroéconomique et de fragilité financière. Plus récemment, de nombreuses études empiriques ont été plus particulièrement consacrées à l'incidence de l'accumulation de dette et des niveaux de dette sur les performances macroéconomiques, à partir de l'observation d'un ensemble de pays sur plusieurs décennies. Cf., par exemple, Jorda *et al.*, *Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons*, *NBER Working Papers*, n° 16567, 2012, Reinhart et Rogoff, *From Financial Crash to Debt Crisis*, *American Economic Review*, vol. 101, n° 5, août 2009, et Cecchetti *et al.*, *The real effects of debt*, *Working Papers*, n° 352, Banque des règlements internationaux, 2011.

21 Schularick et Taylor (2012), notamment, analysent le comportement de la monnaie, du crédit et des indicateurs macroéconomiques sur une période remarquablement longue, de 1870 à 2008. Les pays étudiés sont l'Australie, le Canada, le Danemark, la France, la Finlande, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, la Norvège, l'Espagne, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis.

22 Cette section fait référence au ratio du crédit bancaire (consolidé) rapporté au PIB en tant qu'indicateur des évolutions de la dette.

Graphique 13 Ratio du crédit bancaire au secteur privé rapporté au PIB à différents pics du cycle

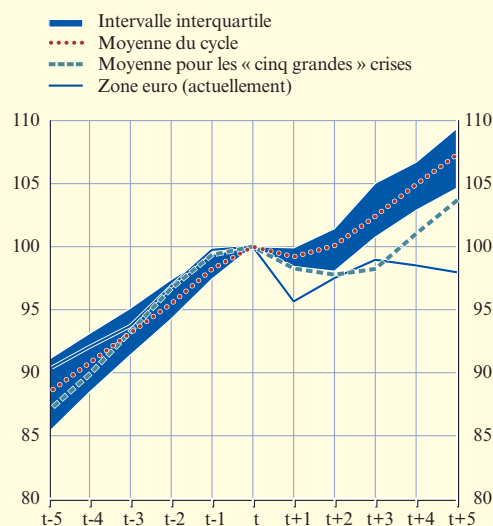
(en pourcentage par rapport au niveau enregistré lorsque le PIB atteint un pic)



Sources : BCE, sources nationales et calculs de la BCE
Notes: Les données relatives aux épisodes historiques proviennent de l'ensemble de données élaboré par Schularick et Taylor (2012). La période t représente l'année où le PIB a atteint un pic avant les épisodes de crise. Le niveau d'endettement est normalisé à 100 pour cette même année. Pour la zone euro, le pic du cycle est identifié comme étant 2008.

Graphique 14 PIB en volume à différents pics du cycle

(en pourcentage par rapport au pic atteint par le PIB)



Sources : BCE, sources nationales et calculs de la BCE
Notes: Les données relatives aux épisodes historiques proviennent de l'ensemble de données élaboré par Schularick et Taylor (2012). La période t représente le pic du cycle. Pour la zone euro, le pic du cycle est identifié comme étant 2008.

ACCUMULATION DE DETTE ET SÉVÉRITÉ DU RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE

Dans l'ensemble, la théorie et les faits permettent de comprendre que l'accumulation de dette n'est sans doute pas un problème en soi. En effet, en favorisant le transfert des ressources au fil du temps et entre les agents, l'accumulation de dette peut améliorer le bien-être lorsqu'elle est maintenue à des niveaux soutenables. En revanche, lorsqu'elle est excessive et qu'elle sert à financer des investissements moins rentables, la dette accroît l'instabilité financière et pèse sur l'ampleur du ralentissement économique ainsi que sur la reprise ultérieure²³.

Afin d'illustrer ce point, et en s'appuyant sur l'histoire des crises internationales évoquées précédemment, le graphique 15 retrace l'accumulation de dette au cours des quatre années précédant la crise considérée ainsi que le niveau de l'investissement réel et du PIB en volume trois années après le pic de la crise²⁴. Le graphique permet de tirer deux conclusions. Premièrement, la forte accumulation de dette avant une crise est associée à une évolution modérée du PIB en volume et de l'investissement à l'issue de la crise. Deuxièmement, comme le montre le graphique, il existe des similitudes entre le profil de la récente crise dans la zone euro et les crises financières les plus sévères (les « cinq grandes » crises) : la forte accumulation de dette avant la crise continue de peser

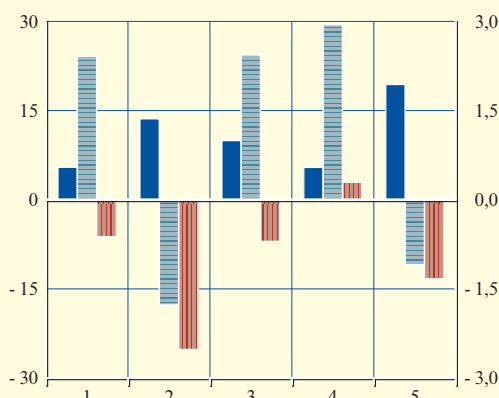
²³ L'annexe 6 du rapport 2013 sur les questions structurelles (*Structural Issues Report*) contient une analyse formelle qui vient appuyer les données concernant l'incidence de l'accumulation de dette sur la probabilité d'un épisode de crise financière dans les dix-sept pays de la zone euro, à l'aide de données trimestrielles pour la période allant du premier trimestre 1980 au deuxième trimestre 2012. Plus spécifiquement, on utilise un modèle logit à effets fixes propres aux pays, dans lequel la variable d'intérêt (c'est-à-dire la variable muette relative à la crise) est égale à 1 dans le cas d'un épisode de crise et à 0 dans tous les autres cas. En particulier, une forte accumulation de dette, sous la forme d'une progression antérieure des prêts en volume, est statistiquement significative pour diverses spécifications de modèles qui suivent l'évolution de variables réelles et financières ainsi que leurs interactions.

²⁴ Le lien entre l'ampleur de l'accumulation de crédit durant la phase d'expansion et la sévérité des récessions par la suite a été récemment démontré par un certain nombre d'études empiriques, qui passent en revue les épisodes historiques. Cf., en particulier, O. Jorda, *et al.* (2011).

Graphique 15 Accumulation de crédit avant la récession et reprise ultérieure

(en points de pourcentage)

■ Évolution du ratio prêts des IFM/PIB avant la crise (échelle de gauche)
 ■ Investissement réel après la crise (échelle de gauche)
 ■ PIB en volume après la crise (échelle de droite)



- 1 Moyenne du cycle
- 2 « Cinq grandes » crises
- 3 Crises financières plus modérées
- 4 Moyenne des épisodes non financiers
- 5 Zone euro (actuellement)

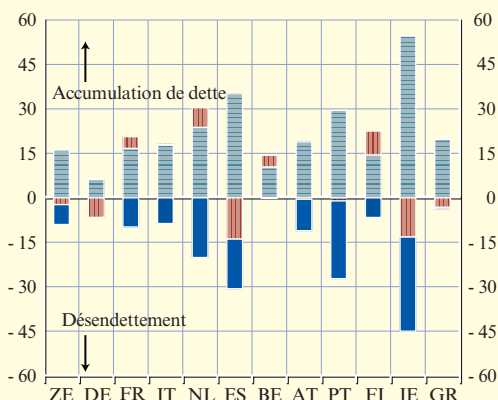
Sources : BCE et calculs de la BCE

Notes : Les barres bleues pleines représentent les variations en points de pourcentage, tandis que les barres bleu clair rayées et les barres bordeaux représentent les écarts par rapport aux niveaux d'avant la crise. « Avant la crise » fait référence aux quatre années qui précèdent la crise et « après la crise » aux trois années suivant la crise. Pour la zone euro, le pic du cycle est identifié comme étant 2008.

Graphique 16 Ratio dette du secteur des entreprises/PIB dans les économies de la zone euro

(en points de pourcentage)

■ Pressions attendues liées au désendettement futur
 ■ Variation entre le pic aux alentours de la crise et 2013
 ■ Variation entre 2004 et le pic aux alentours de la crise



Sources : BCE et calculs de la BCE

Notes : La dette du secteur des entreprises est définie comme la somme des prêts des IFM et du financement de marché (données consolidées). Le pic aux alentours de la crise correspond au niveau maximal atteint entre le premier trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2009. Les « pressions attendues liées au désendettement » sont calculées comme la moyenne simple des trois estimations de référence statistique : écart du ratio dette des entreprises/PIB à fin 2013 par rapport (a) à la moyenne historique, (b) au niveau avant l'expansion en 2004 et (c) à la médiane pour la zone euro à fin 2013²⁵. « ZE » désigne la « zone euro ».

sur l'économie trois années après le pic de la crise, le PIB en volume et l'investissement demeurant inférieurs à leurs points hauts d'avant la crise.

S'agissant plus particulièrement du dernier épisode, en dépit des progrès accomplis en matière de désendettement, l'histoire nous enseigne que l'on peut s'attendre à un nouvel ajustement. C'est tout particulièrement le cas des pays qui ont connu une expansion relativement plus forte avant la crise. Les barres bleues pleines du graphique 16 retracent une tentative de quantification des pressions attendues liées au désendettement dans le futur pour le secteur des entreprises de la zone euro. Elles sont établies sur la base de trois références statistiques distinctes, à savoir l'écart du niveau dette/PIB à fin 2013 par rapport (a) à sa moyenne historique (calculée du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2013), (b) au niveau précédant l'expansion en 2004 et (c) à la médiane pour la zone euro à fin 2013²⁵. Les trois références recensent les pressions liées au désendettement dans le cas des entreprises en Irlande, en Espagne, aux Pays-Bas et au Portugal. La principale réserve est que les niveaux d'équilibre de la dette peuvent différer d'un pays à l'autre et varier dans le temps. L'évolution structurelle de l'économie et de la composition sectorielle, ainsi que l'évolution des marchés financiers et des profils économiques peuvent expliquer, entre autres facteurs, les différences de niveaux d'équilibre à long terme de la dette.

25 L'estimation des pressions attendues liées au désendettement correspond à la moyenne simple des estimations des trois références.

AUTRES PROCESSUS DE DÉSENDETTEMENT ET IMPLICATIONS POUR LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

À partir des épisodes historiques évoqués précédemment, on peut dégager plusieurs profils économiques liés au désendettement à l'issue des crises financières. Ces profils distincts diffèrent principalement sur des points tels que les stratégies d'ajustement des bilans des entreprises, l'interaction entre les processus de désendettement dans divers secteurs et le rôle de la politique économique²⁶.

Les données historiques montrent que l'introduction de mesures de politique économique pour faire face aux problèmes structurels de financement et aux décisions d'investissement des entreprises est un exercice d'équilibre, étant donné que ces mesures doivent également favoriser un ajustement nécessaire et solide, propice à une croissance économique plus durable et axée sur la stabilité. Les interventions des autorités publiques doivent, en général, éviter de se traduire par des processus de désendettement désordonnés ou précipités, susceptibles d'entraîner un durcissement brutal des critères d'octroi de prêts ou une suppression du crédit bancaire. Dans ces circonstances, aussi bien les facteurs d'offre que ceux de demande ont une forte incidence négative et auto-entretenu sur l'économie. Dans un scénario de ce type, les interventions de politique monétaire réalisées en temps opportun peuvent efficacement contenir les pressions liées au désendettement qui résultent d'une pénurie de liquidité et du financement bancaire correspondant. Toutefois, les interventions destinées à prévenir un resserrement brutal du crédit ont probablement un prix. En particulier, si elles sont mal conçues et non soutenues par des initiatives réglementaires ayant pour objectif de renforcer la situation des bailleurs de fonds, elles peuvent contribuer à retarder l'ajustement nécessaire et, en définitive, accroître les coûts économiques du processus de désendettement. Les banques fragiles seraient incitées à continuer de financer des entreprises en difficulté et inefficaces de manière à éviter la comptabilisation de pertes futures. Dans ce scénario, le processus de correction peut finir par peser durablement sur l'économie et être freiné par la faible dynamique de la production.

Pour équilibrer les risques précédemment décrits, il faut encourager un processus de restructuration régulier, maîtrisé et ordonné des secteurs financier et non financier, conforme à des tendances durables à long terme. Ces interventions sont axées sur une comptabilisation rapide des pertes et des moins-values de la part des créanciers, ce qui revient à reconnaître que certains prêts ne sont plus viables. Un endettement excessif du secteur des sociétés non financières pèse tout particulièrement sur le secteur bancaire. Si la capacité du bilan des créanciers est également limitée et le capital érodé, il est primordial de procéder à une recapitalisation rapide du système bancaire, dans le cadre d'un effort général de réduction des capacités excédentaires et d'accroissement de l'efficacité du secteur bancaire²⁷. Les crises précédentes ont mis en lumière l'importance des mesures destinées à renforcer les bilans des banques. Ce renforcement permet aux institutions financières de faire face à d'éventuelles pertes sur prêts liées au processus de désendettement du secteur privé non financier tout en continuant à consentir des crédits à l'économie. En outre, la faillite d'une entreprise pourrait prendre la forme d'un processus de nettoyage plus large, à la faveur duquel les ressources sont redirigées, en définitive, vers des secteurs plus productifs²⁸.

Pour l'avenir, afin de résoudre la crise actuelle mais également d'en prévenir d'autres, la définition de politiques structurelles visant à développer un système financier qui offre un éventail plus large de solutions et d'instruments de financement peut contribuer à l'amélioration de la structure du capital

26 Cf. également l'article intitulé *Comparaison de la récente crise financière aux États-Unis et dans la zone euro avec l'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix* du *Bulletin mensuel* de mai 2012.

27 Il faudrait autant que possible recourir au mécanisme de partage de la charge par le secteur privé. Ce n'est que si cette redistribution ne permet pas au secteur privé d'absorber en totalité les pertes que le secteur public devrait apporter son aide et renforcer certaines rubriques des bilans du secteur privé. Cf. l'encadré intitulé *Vers un nouveau cadre de l'UE pour le redressement et la résolution bancaire* de l'article intitulé *L'hétérogénéité des conditions financières dans la zone euro et ses conséquences en termes de politique publique* du *Bulletin mensuel* d'août 2012.

28 Cf. K. Giesecke et al., *Macroeconomic Effects of Corporate Default Crises: A Long-Term Perspective*, *NBER Working Papers*, n°17854, 2012.

des entreprises, avec des sources de financement plus diversifiées et donc une capacité de résistance fondamentalement plus élevée face à une modification brutale des conditions de la distribution du crédit bancaire. Plus précisément, un accroissement de la proportion de capital à risque dans la structure financière des entreprises, en particulier des PME, par le biais de mesures facilitant leur accès aux marchés des actions et des titres de créance, pourrait encourager un recours plus modéré et plus stable aux prêts. En outre, les réformes structurelles destinées à accroître la compétitivité et à réduire le chômage sont un élément capital de la résolution des crises. Les données historiques et les enseignements théoriques indiquent que, dans un contexte de faible demande intérieure associée à des ajustements internes de bilan, il est essentiel de regagner de la compétitivité sur les marchés des biens et services et des facteurs pour stimuler les exportations et, partant, soutenir la reprise économique.

5 CONCLUSION

Une très forte accumulation de dette dans le secteur privé a été constatée avant le début de la crise financière en 2008. Jusqu'à présent, sur la base des données allant jusqu'au deuxième trimestre 2013, le nécessaire processus de désendettement est resté plutôt progressif pour l'ensemble de la zone euro. Cependant, cet article montre qu'une analyse plus approfondie permet de nuancer ce tableau. Ainsi, les évolutions à l'échelle de la zone euro masquent des mouvements plus importants dans certains pays et certains secteurs d'activité, particulièrement touchés par la crise. Cela étant, l'endettement est encore élevé dans certains secteurs. Si l'on en juge par le passé, le processus de désendettement devrait se poursuivre, notamment dans les pays ayant connu une phase d'expansion plus soutenue avant la crise. La mesure dans laquelle les ajustements correctifs sont un frein pour l'économie dépendra essentiellement des canaux macroéconomiques par lesquels le processus d'ajustement agit, ainsi que des progrès accomplis dans ces pays du point de vue du rétablissement de la soutenabilité globale de la dette, de la solidité du secteur bancaire et de la mise en œuvre de réformes structurelles de soutien.

Les épisodes historiques décrits dans cet article montrent que les interventions des autorités publiques ne doivent pas se traduire par un processus de désendettement désordonné et perturbateur. À cet égard, la politique monétaire de la zone euro a su, par le soutien en liquidité qu'elle a apporté, contenir avec efficacité les pressions liées au désendettement s'exerçant sur les banques. À l'inverse, les politiques économiques doivent éviter de contribuer à retarder le processus d'ajustement des bilans, ce qui alourdirait en définitive les coûts économiques du désendettement. Pour parvenir à un équilibre, les politiques économiques doivent fermement encourager un processus de restructuration ordonné des secteurs financier et non financier, qui soit compatible avec une croissance économique durable sur le long terme et axée, en particulier, sur le renforcement des bilans. À cet égard, il est primordial que le secteur bancaire soit correctement financé et qu'il fonctionne bien afin de garantir au secteur des entreprises un accès adéquat au crédit. L'union bancaire joue un rôle clé à cet égard, car elle a vocation non seulement à accélérer les ajustements nécessaires des bilans mais également à soutenir la stabilité financière par la mise en place d'un cadre unifié pour la supervision des banques. Dans le même temps, les politiques structurelles destinées à développer un système financier offrant un éventail plus large de possibilités de financement et à regagner de la compétitivité sur les marchés des biens et services et des facteurs sont capitales pour soutenir la reprise économique.

STATISTIQUES DE LA ZONE EURO



TABLE DES MATIÈRES ¹

VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro

S5

I STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	S6
1.2	Taux directeurs de la BCE	S7
1.3	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres	S8
1.4	Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité	S9

2 STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

2.1	Bilan agrégé des IFM de la zone euro	S10
2.2	Bilan consolidé des IFM de la zone euro	S11
2.3	Statistiques monétaires	S12
2.4	Prêts accordés par les IFM : ventilation	S15
2.5	Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation	S17
2.6	Titres détenus par les IFM : ventilation	S20
2.7	Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM	S21
2.8	Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro	S22
2.9	Titres détenus par les OPCVM ventilés par émetteurs	S23
2.10	Bilan agrégé des véhicules financiers <i>ad hoc</i> de la zone euro	S24
2.11	Bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension de la zone euro	S25

3 COMPTES DE LA ZONE EURO

3.1	Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels	S26
3.2	Comptes non financiers de la zone euro	S30
3.3	Ménages	S32
3.4	Sociétés non financières	S33
3.5	Sociétés d'assurance et fonds de pension	S34

4 MARCHÉS FINANCIERS

4.1	Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises	S35
4.2	Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments	S36
4.3	Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro	S38
4.4	Actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
4.5	Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro	S42
4.6	Taux d'intérêt du marché monétaire	S44
4.7	Courbes des taux de la zone euro	S45
4.8	Indices boursiers	S46

5 PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

5.1	IPCH, autres prix et coûts	S47
5.2	Production et demande	S50
5.3	Marché du travail	S54

1) De plus amples informations peuvent être obtenues à l'adresse suivante : statistics@ecb.europa.eu. Se reporter à la page *Statistical Data Warehouse* (entrepôt de données statistiques) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) pour des séries plus longues et des données plus détaillées.

6	FINANCES PUBLIQUES	
6.1	Recettes, dépenses et déficit/excédent	S56
6.2	Dette	S57
6.3	Variation de la dette	S58
6.4	Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels	S59
6.5	Dette trimestrielle et variation de la dette	S60
7	BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE	
7.1	État récapitulatif de la balance des paiements	S61
7.2	Compte de transactions courantes et compte de capital	S62
7.3	Compte financier	S64
7.4	Présentation monétaire de la balance des paiements	S70
7.5	Échanges de biens	S71
8	TAUX DE CHANGE	
8.1	Taux de change effectifs	S73
8.2	Taux de change bilatéraux	S74
9	ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO	
9.1	Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE	S75
9.2	Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon	S76
	LISTE DES GRAPHIQUES	S77
	NOTES TECHNIQUES	S79
	NOTES GÉNÉRALES	S87

ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO À LA LETTONIE LE 1^{ER} JANVIER 2014

En janvier 2014, la Lettonie a rejoint la zone euro, portant à dix-huit le nombre de pays participants.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données intégrant des observations relatives à 2014 ont trait à l'Euro 18 (la zone euro intégrant la Lettonie) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires, l'IPCH et les avoirs de réserve (et, pour des raisons de cohérence, les composantes et contreparties de M3 ainsi que les composantes de l'IPCH), les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

Des informations détaillées concernant la composition actuelle et les compositions passées de la zone euro sont disponibles dans les notes générales.

Conventions utilisées dans les tableaux

« – »	données inexistantes/non pertinentes
« . »	données non encore disponibles
« ... »	néant ou négligeable
(p)	provisoire
cvs	corrige des variations saisonnières



VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

1. Évolutions monétaires et taux d'intérêt ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2), 3)}	M3 ^{2), 3)} Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques ²⁾	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM ²⁾	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période)	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	1,2	0,58	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	.	0,22	2,24
2013 T1	6,7	4,3	3,2	-	-0,8	1,5	0,21	1,76
2013 T2	8,1	4,6	2,8	-	-1,1	0,2	0,21	2,14
2013 T3	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	2,0	0,22	2,05
2013 T4	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	.	0,24	2,24
2013 Août	6,7	4,0	2,3	2,1	-2,1	2,4	0,23	2,17
2013 Septembre	6,6	3,8	2,0	1,9	-2,1	2,8	0,22	2,05
2013 Octobre	6,5	3,2	1,4	1,6	-2,1	2,5	0,23	1,95
2013 Novembre	6,5	3,0	1,5	1,3	-2,3	2,6	0,22	1,99
2013 Décembre	5,8	2,5	1,0	.	-2,3	.	0,27	2,24
2014 Janvier	.	.	.	.	.	.	0,29	1,89

2. Prix, production, demande et marché du travail ⁵⁾

	IPCH ¹⁾	Prix à la production	Coûts horaires de main-d'œuvre	PIB en volume (données cvs)	Production industrielle (hors construction)	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (%)	Emploi (données cvs)	Chômage (% de la population active ; données cvs)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	1,9	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,4
2013	1,4	-0,2	.	-	.	78,3	.	12,1
2013 T2	1,4	-0,1	1,1	-0,6	-1,0	77,9	-1,0	12,1
2013 T3	1,3	-0,6	1,0	-0,3	-1,1	78,4	-0,8	12,1
2013 T4	0,8	-1,1	.	.	.	79,2	.	12,0
2013 Août	1,3	-0,9	-	-	-1,4	-	-	12,1
2013 Septembre	1,1	-0,9	-	-	0,2	-	-	12,1
2013 Octobre	0,7	-1,3	-	-	0,5	78,4	-	12,0
2013 Novembre	0,9	-1,2	-	-	3,0	-	-	12,0
2013 Décembre	0,8	-0,8	-	-	.	-	-	12,0
2014 Janvier	0,7	.	-	-	.	80,0	-	.

3. Statistiques extérieures

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire)

	Balance des paiements (flux nets)			Avoirs de réserve (encours, en fin de période)	Position extérieure nette (en % du PIB)	Dette extérieure brute (en % du PIB)	Taux de change effectif de l'euro : TCE-20 ⁶⁾		Taux de change EUR/USD
	Comptes de transactions courantes et de capital	Biens	Investissements directs et de portefeuille cumulés				Nominal	Réel (sur la base de l'IPC) ⁷⁾	
2012	131,2	94,9	68,8	689,4	-13,3	127,5	97,9	95,5	1,2848
2013	.	.	.	542,4	.	.	101,7	98,9	1,3281
2013 T1	26,4	30,7	-7,5	687,8	-12,4	129,1	100,7	98,2	1,3206
2013 T2	61,6	51,3	11,5	564,3	-13,8	128,3	100,8	98,2	1,3062
2013 T3	53,4	39,5	-23,9	586,8	-13,4	125,4	101,9	99,1	1,3242
2013 T4	.	.	.	542,4	.	.	103,1	100,0	1,3610
2013 Août	11,7	7,1	16,3	613,0	-	-	102,2	99,5	1,3310
2013 Septembre	15,2	13,5	-16,2	586,8	-	-	102,0	99,0	1,3348
2013 Octobre	28,9	19,2	0,4	579,6	-	-	102,8	99,6	1,3635
2013 Novembre	29,1	18,8	40,9	561,5	-	-	102,6	99,4	1,3493
2013 Décembre	.	.	.	542,4	-	-	103,9	100,9	1,3704
2014 Janvier	.	.	.	.	-	-	103,4	100,5	1,3610

Sources : BCE, Commission européenne (Eurostat et DG Affaires économiques et financières) et Thomson Reuters

Note : Pour plus de précisions, cf. les tableaux correspondants de cette section

- Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- Les variations annuelles en pourcentage des données mensuelles sont des données de fin de mois, tandis que celles des données trimestrielles et annuelles se rapportent à la variation annuelle en moyenne sur la période. Cf. les notes techniques pour plus de détails
- M3 et ses composantes ne recouvrent pas les avoirs des non-résidents de la zone euro en titres d'OPCVM monétaires et en titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans.
- Calculés à partir des courbes de rendements d'obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro. Pour plus d'informations, cf. la section 4.7
- Les données se rapportent à l'Euro 18, sauf indication contraire.
- Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales
- Le TCE déflaté de l'IPC reflétant la nouvelle composition de la zone euro sera publié dans le prochain *Bulletin mensuel*, après diffusion de l'IPCH sous-jacent de la zone euro incluant la Lettonie.



STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

1.1 Situation financière consolidée de l'Eurosystème (montants en millions d'euros)

1. Actif	3 janvier 2014	10 janvier 2014	17 janvier 2014	24 janvier 2014	31 janvier 2014
Avoirs et créances en or	303 156	303 156	303 157	303 157	303 157
Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro	241 563	244 348	245 759	243 861	244 245
Créances en devises sur les résidents de la zone euro	23 237	22 500	22 625	23 296	23 744
Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro	20 194	21 835	20 986	21 114	20 159
Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	752 259	695 884	672 560	693 177	691 934
Opérations principales de refinancement	168 662	112 458	94 737	116 281	115 635
Opérations de refinancement à plus long terme	583 325	583 325	577 707	576 717	576 044
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Cessions temporaires à des fins structurelles	0	0	0	0	0
Facilité de prêt marginal	270	31	114	179	255
Appels de marge versés	2	70	1	1	1
Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro	73 545	72 112	73 130	74 670	72 873
Titres en euros émis par les résidents de la zone euro	591 184	590 823	588 743	589 264	587 407
Titres détenus à des fins de politique monétaire	235 929	235 929	234 035	233 520	231 315
Autres titres	355 255	354 894	354 708	355 743	356 092
Créances en euros sur les administrations publiques	28 287	28 287	28 287	28 287	28 287
Autres actifs	245 133	241 562	242 613	244 470	245 255
Total de l'actif	2 278 560	2 220 507	2 197 860	2 221 296	2 217 061
2. Passif					
Billets en circulation	952 900	941 731	934 942	929 924	932 458
Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	492 037	441 259	417 998	423 979	423 124
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	298 943	202 327	202 449	227 884	215 690
Facilité de dépôt	88 213	59 753	36 489	44 010	56 064
Reprises de liquidité en blanc	104 842	179 000	179 000	152 067	151 206
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Appels de marge reçus	39	179	60	18	164
Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	3 239	8 715	3 999	2 113	3 134
Certificats de dette émis	0	0	0	0	0
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	81 007	81 776	98 323	122 961	116 066
Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro	114 211	110 485	106 134	105 820	106 130
Engagements en devises envers les résidents de la zone euro	4 791	3 450	2 700	1 289	2 924
Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro	3 170	5 513	5 926	5 890	5 085
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	52 717	52 717	52 717	52 717	52 717
Autres passifs	220 911	221 281	221 647	223 179	221 974
Comptes de réévaluation	262 876	262 876	262 876	262 876	262 876
Capital et réserves	90 701	90 703	90 598	90 548	90 573
Total du passif	2 278 560	2 220 507	2 197 860	2 221 296	2 217 061

Source : BCE

1.2 Taux directeurs de la BCE

(niveaux en pourcentage annuel ; variations en points de pourcentage)

	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement			Facilité de prêt marginal	
			Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable			
	Taux fixe	Taux de soumission minimal	Variation	Niveau	Variation		
	Niveau 1	Variation 2		Niveau 3	Niveau 4	Niveau 5	Niveau 6	Variation 7
1999 1 ^{er} janvier	2,00	–	3,00	–	–	4,50	–
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	–	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	–	...	4,50	1,25
9 avril	1,50	-0,50	2,50	–	-0,50	3,50	-1,00
5 novembre	2,00	0,50	3,00	–	0,50	4,00	0,50
2000 4 février	2,25	0,25	3,25	–	0,25	4,25	0,25
17 mars	2,50	0,25	3,50	–	0,25	4,50	0,25
28 avril	2,75	0,25	3,75	–	0,25	4,75	0,25
9 juin	3,25	0,50	4,25	–	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	–	4,25	...	5,25	...
1 ^{er} septembre	3,50	0,25	–	4,50	0,25	5,50	0,25
6 octobre	3,75	0,25	–	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mai	3,50	-0,25	–	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 août	3,25	-0,25	–	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 septembre	2,75	-0,50	–	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 novembre	2,25	-0,50	–	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 décembre	1,75	-0,50	–	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mars	1,50	-0,25	–	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 juin	1,00	-0,50	–	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 décembre	1,25	0,25	–	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mars	1,50	0,25	–	2,50	0,25	3,50	0,25
15 juin	1,75	0,25	–	2,75	0,25	3,75	0,25
9 août	2,00	0,25	–	3,00	0,25	4,00	0,25
11 octobre	2,25	0,25	–	3,25	0,25	4,25	0,25
13 décembre	2,50	0,25	–	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mars	2,75	0,25	–	3,75	0,25	4,75	0,25
13 juin	3,00	0,25	–	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 juillet	3,25	0,25	–	4,25	0,25	5,25	0,25
8 octobre	2,75	-0,50	–	–	–	4,75	-0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	–	–	–	4,25	-0,50
15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	–	-0,50	4,25	...
12 novembre	2,75	-0,50	3,25	–	-0,50	3,75	-0,50
10 décembre	2,00	-0,75	2,50	–	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 janvier	1,00	-1,00	2,00	–	-0,50	3,00	...
11 mars	0,50	-0,50	1,50	–	-0,50	2,50	-0,50
8 avril	0,25	-0,25	1,25	–	-0,25	2,25	-0,25
13 mai	0,25	...	1,00	–	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 avril	0,50	0,25	1,25	–	0,25	2,00	0,25
13 juillet	0,75	0,25	1,50	–	0,25	2,25	0,25
9 novembre	0,50	-0,25	1,25	–	-0,25	2,00	-0,25
14 décembre	0,25	-0,25	1,00	–	-0,25	1,75	-0,25
2012 11 juillet	0,00	-0,25	0,75	–	-0,25	1,50	-0,25
2013 8 mai	0,00	...	0,50	–	-0,25	1,00	-0,50
13 novembre	0,00	...	0,25	–	-0,25	0,75	-0,25

Source : BCE

- 1) Du 1^{er} janvier 1999 au 9 mars 2004, la date fait référence aux facilités de dépôt et de prêt marginal. Pour les opérations principales de refinancement, les modifications du taux sont effectives à compter de la première opération qui suit la date indiquée. La modification du 18 septembre 2001 a pris effet à cette date. À compter du 10 mars 2004, la date fait référence aux facilités de dépôt et de prêt marginal et aux opérations principales de refinancement (modifications effectives à compter de la première opération principale de refinancement qui suit la décision du Conseil des gouverneurs), sauf indication contraire.
- 2) Le 22 décembre 1998, la BCE a annoncé que, à titre de mesure exceptionnelle, un corridor étroit de 50 points de base serait appliqué entre le taux de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt pour la période du 4 au 21 janvier 1999, pour faciliter la transition des opérateurs de marché vers le nouveau régime.
- 3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seraient effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal est le taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent présenter leurs soumissions.
- 4) À compter du 9 octobre 2008, la BCE a réduit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 points de base à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Le corridor des facilités permanentes a été rétabli à 200 points de base à compter du 21 janvier 2009.
- 5) Le 8 octobre 2008, la BCE a annoncé qu'à compter de l'opération devant être réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Cette modification annule la décision précédente (prise le même jour) d'abaisser de 50 points de base le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable.

1.3 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres ^{1), 2)} (montants en millions d'euros ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

1. Opérations principales de refinancement et de refinancement à plus long terme ³⁾

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
					Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Opérations principales de refinancement								
2013 30 octobre	89 319	66	89 319	0,50	–	–	–	7
6 novembre	89 524	64	89 524	0,50	–	–	–	7
13	87 744	67	87 744	0,25	–	–	–	7
20	86 881	71	86 881	0,25	–	–	–	7
27	97 210	78	97 210	0,25	–	–	–	7
4 décembre	94 625	78	94 625	0,25	–	–	–	7
11	98 495	80	98 495	0,25	–	–	–	7
18	118 911	102	118 911	0,25	–	–	–	5
23	133 585	117	133 585	0,25	–	–	–	7
30	168 662	181	168 662	0,25	–	–	–	9
2014 8 janvier	112 458	92	112 458	0,25	–	–	–	7
15	94 737	87	94 737	0,25	–	–	–	7
22	116 281	212	116 281	0,25	–	–	–	7
29	115 635	168	115 635	0,25	–	–	–	7
5 février	95 146	116	95 146	0,25	–	–	–	7
Opérations de refinancement à plus long terme ⁵⁾								
2013 7 août	3 910	24	3 910	0,50	–	–	–	35
29	6 823	38	6 823	0,46	–	–	–	91
11 septembre	3 430	23	3 430	0,50	–	–	–	28
26	8 607	51	8 607	0,39	–	–	–	84
9 octobre	3 447	21	3 447	0,50	–	–	–	35
31	1 930	43	1 930	0,29	–	–	–	91
13 novembre	3 194	21	3 194	0,25	–	–	–	28
28 ⁶⁾	5 926	47	5 926	.	–	–	–	91
11 décembre	10 143	31	10 143	0,25	–	–	–	35
19 ⁶⁾	20 914	76	20 914	.	–	–	–	98
2014 15 janvier	7 092	28	7 092	0,25	–	–	–	28
30 ⁶⁾	4 955	69	4 955	.	–	–	–	92

2. Autres opérations par voie d'appels d'offres

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)		
						Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal ⁴⁾		Taux moyen pondéré	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2013 30 octobre	Reprise de liquidité en blanc	215 802	119	188 000	–	–	0,50	0,18	0,12	–	7
6 novembre	Reprise de liquidité en blanc	257 518	131	184 000	–	–	0,50	0,13	0,10	–	7
13	Reprise de liquidité en blanc	254 702	126	184 000	–	–	0,25	0,10	0,09	–	7
20	Reprise de liquidité en blanc	218 118	122	184 000	–	–	0,25	0,11	0,09	–	7
27	Reprise de liquidité en blanc	157 764	108	157 764	–	–	0,25	0,25	0,16	–	7
4 décembre	Reprise de liquidité en blanc	190 189	130	184 000	–	–	0,25	0,25	0,14	–	7
11	Reprise de liquidité en blanc	186 728	126	184 000	–	–	0,25	0,25	0,19	–	7
18	Reprise de liquidité en blanc	152 251	109	152 251	–	–	0,25	0,25	0,23	–	5
23	Reprise de liquidité en blanc	139 920	103	139 920	–	–	0,25	0,25	0,24	–	7
30	Reprise de liquidité en blanc	104 842	89	104 842	–	–	0,25	0,25	0,24	–	9
2014 8 janvier	Reprise de liquidité en blanc	185 795	132	179 000	–	–	0,25	0,25	0,17	–	7
15	Reprise de liquidité en blanc	180 027	137	179 000	–	–	0,25	0,25	0,21	–	7
22	Reprise de liquidité en blanc	152 067	126	152 067	–	–	0,25	0,25	0,23	–	7
29	Reprise de liquidité en blanc	151 206	130	151 206	–	–	0,25	0,25	0,24	–	7
5 février	Reprise de liquidité en blanc	211 022	158	175 500	–	–	0,25	0,25	0,23	–	7

Source : BCE

- 1) Les montants indiqués peuvent différer légèrement de ceux figurant dans la section 1.1, en raison de l'existence d'opérations ayant donné lieu à des adjudications, mais non encore réglées.
- 2) Avec effet à compter d'avril 2002, les opérations d'appels d'offres scindés, c'est-à-dire les opérations d'une durée d'une semaine réalisées selon des procédures d'appels d'offres normaux parallèlement à une opération principale de refinancement, font partie des opérations principales de refinancement.
- 3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seront effectuées selon des procédures d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal est le taux d'intérêt minimal auquel les contreparties peuvent présenter leurs soumissions. Le 8 octobre 2008, la BCE a annoncé qu'à compter de l'opération devant être réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seront effectuées selon une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Le 4 mars 2010, la BCE a décidé de revenir à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières assorties d'une échéance de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication a eu lieu le 28 avril 2010 et dont le règlement est intervenu le 29 avril 2010.
- 4) Pour les opérations d'apport (de retrait) de liquidité, le taux marginal est le taux le plus bas (le plus haut) auquel les soumissions ont été acceptées.
- 5) S'agissant des opérations réglées le 22 décembre 2011 et le 1^{er} mars 2012, après un an les contreparties auront la possibilité de rembourser à leur convenance une partie de la liquidité qui leur a été allouée au cours de l'opération, à toute date coïncidant avec le jour de règlement d'une opération principale de refinancement.
- 6) Lors de cette opération de refinancement à plus long terme, le taux auquel la totalité des soumissions a été servie était indexé à la moyenne des taux de soumission minimums des opérations principales de refinancement pour toute la durée de l'opération. Les taux d'intérêt correspondant à ces opérations de refinancement à plus long terme indexées ont été arrondis à deux décimales. Pour plus de précisions sur la méthode de calcul, se reporter aux notes techniques

1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité

(montants en milliards d'euros ; moyennes sur la période des positions quotidiennes, sauf indication contraire ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

1. Assiette de réserves des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires

Assiette des réserves à fin :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif ¹⁾			Engagements soumis à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts à vue et dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis > à 2 ans	Titres en pension	Titres de créance d'une durée > à 2 ans
	1	2	3	4	5	6	
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5	
2011	18 970,0	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8	
2012	18 564,7	9 971,7	637,5	2 583,9	1 163,1	4 208,4	
2013	18 160,4	9 856,1	552,0	2 479,2	1 305,5	3 967,6	
2013 Juillet	18 343,3	9 826,4	596,3	2 515,3	1 422,1	3 983,3	
Août	18 252,7	9 835,6	587,7	2 494,7	1 353,8	3 981,0	
Septembre	18 133,7	9 806,2	572,8	2 483,8	1 301,4	3 969,5	
Octobre ²⁾	18 148,7	9 823,0	562,9	2 481,1	1 323,0	3 958,8	
Novembre ²⁾	18 160,4	9 856,1	552,0	2 479,2	1 305,5	3 967,6	

2. Constitution des réserves

Période de constitution prenant fin en :	Réserves à constituer	Comptes courants des établissements de crédit	Excédents de réserves	Déficits de réserves	Taux de rémunération des réserves obligatoires
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2013 10 septembre	104,9	274,5	169,6	0,0	0,50
8 octobre	103,8	268,4	164,7	0,0	0,50
12 novembre	103,8	244,9	141,1	0,0	0,50
10 décembre	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 14 janvier ³⁾	103,4	248,1	144,8	0,0	0,25
11 février	103,6	.	.	.	.

3. Liquidité

Période de constitution prenant fin en :	Facteurs d'élargissement de la liquidité					Facteurs d'absorption de la liquidité					Comptes courants des établissements de crédit	Base monétaire
	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème								Autres facteurs (net)			
	Avoirs nets de l'Euro-système en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Facilité de prêt marginal	Autres opérations d'apport de liquidité ⁴⁾	Facilité de dépôt	Autres opérations de retrait de liquidité ⁵⁾	Billets en circulation		Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1 073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2012	708,0	74,0	1 044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1 631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4
2013 6 août	532,3	104,5	698,6	0,2	255,0	82,6	195,5	917,6	97,1	28,2	269,6	1 269,8
10 septembre	531,8	97,5	692,3	0,4	251,1	79,2	191,7	920,4	72,6	34,7	274,5	1 274,2
8 octobre	538,2	96,2	674,6	0,2	248,2	58,9	189,8	918,3	80,1	41,9	268,4	1 245,6
12 novembre	550,9	90,8	652,4	0,1	244,6	52,1	187,2	920,4	70,9	63,4	244,9	1 217,4
10 décembre	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4
2014 14 janvier	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1 256,0

Source : BCE

- 1 % à compter de la période de constitution des réserves débutant le 18 janvier 2012, et 2 % pour l'ensemble des périodes de constitution précédentes
- Inclut les assiettes de réserves des établissements de crédit en Lettonie. À titre transitoire, les établissements de crédit situés dans la zone euro peuvent décider de déduire de leur propre assiette de réserves les exigibilités envers les établissements situés en Lettonie. À compter de l'assiette de réserves à fin janvier 2014, le traitement normal s'applique (cf. la décision BCE/2013/41 du 22 octobre 2013 relative aux dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la BCE à la suite de l'introduction de l'euro en Lettonie).
- En raison de l'adoption de l'euro par la Lettonie le 1^{er} janvier 2014, le montant des réserves obligatoires est une moyenne, pondérée du nombre de jours de calendrier, des réserves obligatoires des dix-sept pays de la zone euro pour la période allant du 11 au 31 décembre 2013 et des réserves obligatoires des dix-huit pays qui comptent désormais la zone pour la période allant du 1^{er} au 14 janvier 2014.
- Dont la liquidité fournie dans le cadre des programmes d'achat d'obligations sécurisées et du Programme pour les marchés de titres de l'Eurosystème
- Dont la liquidité absorbée dans le cadre des opérations de *swaps* de change de l'Eurosystème
Pour de plus amples informations, se reporter à : <http://www.ecb.europa.eu/mopol/liqhtml/index.en.html>



STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

2.1 Bilan agrégé des IFM de la zone euro ¹⁾ (montants en milliards d'euros ; encours en fin de période)

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro				Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires ²⁾	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs
		Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM	Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosystème														
2012	5 287,6	3 351,2	16,9	1,0	3 333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	–	23,4	799,9	8,3	381,8
2013 ^(p)	4 072,5	2 282,5	15,0	1,2	2 266,3	715,3	567,6	24,9	122,8	–	25,0	632,5	8,4	408,8
2013 T3	4 303,2	2 455,0	15,1	1,2	2 438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	–	24,6	690,7	8,3	396,8
T4 ^(p)	4 072,5	2 282,5	15,0	1,2	2 266,3	715,3	567,6	24,9	122,8	–	25,0	632,5	8,4	408,8
2013 Septembre	4 303,2	2 455,0	15,1	1,2	2 438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	–	24,6	690,7	8,3	396,8
Octobre	4 228,5	2 399,5	15,1	1,2	2 383,3	724,6	575,7	25,7	123,3	–	25,2	671,7	8,4	399,0
Novembre	4 147,9	2 338,7	15,1	1,2	2 322,4	723,2	573,8	25,8	123,5	–	25,0	649,9	8,4	402,7
Décembre ^(p)	4 072,5	2 282,5	15,0	1,2	2 266,3	715,3	567,6	24,9	122,8	–	25,0	632,5	8,4	408,8
IFM hors Eurosystème														
2012	32 694,6	17 988,2	1 153,4	11 039,5	5 795,4	4 901,6	1 627,0	1 423,3	1 851,3	66,8	1 227,8	4 045,7	214,6	4 249,9
2013 ^(p)	30 452,7	16 982,8	1 082,3	10 649,1	5 251,3	4 672,2	1 693,0	1 336,0	1 643,2	57,9	1 233,2	3 860,9	210,4	3 435,3
2013 T3	31 384,8	17 299,5	1 090,4	10 778,3	5 430,8	4 842,3	1 744,7	1 393,8	1 703,8	58,9	1 232,9	3 896,6	210,4	3 844,3
T4 ^(p)	30 452,7	16 982,8	1 082,3	10 649,1	5 251,3	4 672,2	1 693,0	1 336,0	1 643,2	57,9	1 233,2	3 860,9	210,4	3 435,3
2013 Septembre	31 384,8	17 299,5	1 090,4	10 778,3	5 430,8	4 842,3	1 744,7	1 393,8	1 703,8	58,9	1 232,9	3 896,6	210,4	3 844,3
Octobre	31 356,2	17 188,1	1 103,0	10 729,9	5 355,2	4 825,9	1 764,6	1 374,4	1 686,9	55,8	1 234,6	3 954,6	209,0	3 888,2
Novembre	31 340,2	17 174,4	1 084,4	10 724,4	5 365,6	4 814,8	1 761,2	1 371,8	1 681,8	56,8	1 239,6	3 969,6	209,9	3 875,1
Décembre ^(p)	30 452,7	16 982,8	1 082,3	10 649,1	5 251,3	4 672,2	1 693,0	1 336,0	1 643,2	57,9	1 233,2	3 860,9	210,4	3 435,3

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts des résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires ³⁾	Titres de créance émis ⁴⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs
			Total	Administration centrale	Autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosystème											
2012	5 287,6	938,2	3 062,2	81,4	64,5	2 916,4	–	0,0	536,1	298,7	452,4
2013 ^(p)	4 072,5	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	–	0,0	408,7	202,2	474,9
2013 T3	4 303,2	944,6	2 225,0	82,0	49,2	2 093,8	–	0,0	444,8	225,4	463,5
T4 ^(p)	4 072,5	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	–	0,0	408,7	202,2	474,9
2013 Septembre	4 303,2	944,6	2 225,0	82,0	49,2	2 093,8	–	0,0	444,8	225,4	463,5
Octobre	4 228,5	950,4	2 153,1	79,7	69,2	2 004,2	–	0,0	444,4	213,5	467,1
Novembre	4 147,9	953,5	2 093,0	88,2	58,9	1 945,9	–	0,0	426,9	203,6	470,9
Décembre ^(p)	4 072,5	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	–	0,0	408,7	202,2	474,9
IFM hors Eurosystème											
2012	32 694,6	–	17 195,5	169,7	10 866,8	6 159,1	534,7	4 848,9	2 343,9	3 494,3	4 277,3
2013 ^(p)	30 452,7	–	16 649,9	152,3	10 929,6	5 568,0	462,4	4 353,2	2 400,0	3 110,0	3 477,3
2013 T3	31 384,8	–	16 850,8	190,9	10 928,3	5 731,6	476,8	4 470,5	2 392,7	3 274,9	3 919,2
T4 ^(p)	30 452,7	–	16 649,9	152,3	10 929,6	5 568,0	462,4	4 353,2	2 400,0	3 110,0	3 477,3
2013 Septembre	31 384,8	–	16 850,8	190,9	10 928,3	5 731,6	476,8	4 470,5	2 392,7	3 274,9	3 919,2
Octobre	31 356,2	–	16 766,9	165,5	10 907,5	5 693,9	474,9	4 447,5	2 399,8	3 297,6	3 969,5
Novembre	31 340,2	–	16 805,9	175,4	10 940,3	5 690,2	475,0	4 435,7	2 400,8	3 270,7	3 952,2
Décembre ^(p)	30 452,7	–	16 649,9	152,3	10 929,6	5 568,0	462,4	4 353,2	2 400,0	3 110,0	3 477,3

Source : BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Montants émis par les résidents de la zone euro. Les montants émis par les non-résidents de la zone euro sont inclus dans les créances sur les non-résidents.
- 3) Montants détenus par les résidents de la zone euro
- 4) Les montants émis d'une durée inférieure ou égale à deux ans et détenus par les non-résidents sont compris dans les engagements envers les non-résidents.

2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro ¹⁾

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Actif

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro			Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro			Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs ²⁾
		Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro	Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012	26 245,6	12 210,7	1 170,3	11 040,4	3 629,2	2 195,4	1 433,8	767,0	4 845,6	222,9	4 570,3
2013 ^(p)	24 656,3	11 747,6	1 097,3	10 650,3	3 621,5	2 260,5	1 361,0	792,1	4 493,4	218,9	3 782,9
2013 T3	25 415,7	11 885,0	1 105,5	10 779,4	3 741,7	2 321,4	1 420,3	792,6	4 587,2	218,7	4 190,5
T4 ^(p)	24 656,3	11 747,6	1 097,3	10 650,3	3 621,5	2 260,5	1 361,0	792,1	4 493,4	218,9	3 782,9
2013 Septembre	25 415,7	11 885,0	1 105,5	10 779,4	3 741,7	2 321,4	1 420,3	792,6	4 587,2	218,7	4 190,5
Octobre	25 461,3	11 849,2	1 118,1	10 731,1	3 740,3	2 340,2	1 400,1	793,3	4 626,3	217,4	4 234,8
Novembre	25 418,4	11 825,1	1 099,5	10 725,6	3 732,6	2 335,0	1 397,6	795,2	4 619,5	218,3	4 227,7
Décembre ^(p)	24 656,3	11 747,6	1 097,3	10 650,3	3 621,5	2 260,5	1 361,0	792,1	4 493,4	218,9	3 782,9
Flux											
2012	87,1	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,6	-151,1	-14,1	138,6
2013 ^(p)	-1 610,0	-275,6	-73,8	-201,9	-24,9	47,3	-72,2	10,8	-75,4	-2,3	-1 242,6
2013 T3	-429,5	-96,0	-12,5	-83,5	-70,6	-58,6	-12,0	-8,4	-75,7	1,1	-180,0
T4 ^(p)	-663,7	-98,9	-8,1	-90,7	-133,9	-73,8	-60,0	-8,4	-9,7	0,3	-413,2
2013 Septembre	-21,8	18,7	0,2	18,5	-24,3	-16,3	-8,1	6,1	-31,9	0,4	9,3
Octobre	66,2	-21,5	12,5	-34,0	-15,4	5,3	-20,7	-5,6	66,6	-1,2	43,3
Novembre	-27,6	-17,4	-18,6	1,2	-11,2	-8,2	-3,0	1,3	7,6	0,9	-8,7
Décembre ^(p)	-702,3	-60,0	-2,0	-57,9	-107,3	-70,9	-36,3	-4,1	-83,9	0,7	-447,7

2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts de l'administration centrale	Dépôts des autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	Titres d'OPCVM monétaires ³⁾	Titres de créance émis ⁴⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs ³⁾	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM
Encours										
2012	26 245,6	876,8	251,0	10 931,2	467,9	2 853,4	2 395,9	3 793,0	4 729,7	-53,3
2013 ^(p)	24 656,3	921,2	214,6	10 969,8	404,4	2 587,2	2 342,6	3 312,2	3 952,1	-47,7
2013 T3	25 415,7	894,0	272,9	10 977,5	417,9	2 642,0	2 372,6	3 500,3	4 382,8	-44,2
T4 ^(p)	24 656,3	921,2	214,6	10 969,8	404,4	2 587,2	2 342,6	3 312,2	3 952,1	-47,7
2013 Septembre	25 415,7	894,0	272,9	10 977,5	417,9	2 642,0	2 372,6	3 500,3	4 382,8	-44,2
Octobre	25 461,3	897,9	245,2	10 976,7	419,1	2 637,3	2 377,7	3 511,1	4 436,6	-40,3
Novembre	25 418,4	903,4	263,6	10 999,2	418,1	2 630,3	2 358,2	3 474,3	4 423,1	-51,9
Décembre ^(p)	24 656,3	921,2	214,6	10 969,8	404,4	2 587,2	2 342,6	3 312,2	3 952,1	-47,7
Flux										
2012	87,1	19,5	-5,1	184,6	-18,2	-124,8	155,4	-251,9	151,2	-23,7
2013 ^(p)	-1 610,0	44,5	-37,2	155,5	-47,1	-198,0	77,5	-435,9	-1 190,7	21,5
2013 T3	-429,5	8,1	-70,6	-61,0	-18,1	-41,6	7,0	-130,7	-152,0	29,3
T4 ^(p)	-663,7	27,2	-59,1	17,8	-13,2	-23,9	-3,4	-174,4	-428,4	-6,4
2013 Septembre	-21,8	-0,2	11,2	-15,0	-26,4	4,4	-1,8	-54,8	50,7	10,2
Octobre	66,2	3,9	-28,0	14,3	1,3	2,8	-7,3	30,5	49,0	-0,4
Novembre	-27,6	5,4	18,4	28,2	-0,9	-6,5	-1,6	-44,6	-11,8	-14,1
Décembre ^(p)	-702,3	17,9	-49,5	-24,7	-13,6	-20,2	5,5	-160,3	-465,6	8,2

Source : BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) En décembre 2010, une modification a été apportée aux modalités d'enregistrement des produits dérivés dans un État membre, ce qui a entraîné un accroissement de cette position.
- 3) Montants détenus par les résidents de la zone euro
- 4) Les montants émis d'une durée inférieure ou égale à deux ans et détenus par les non-résidents sont compris dans les engagements envers les non-résidents.

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

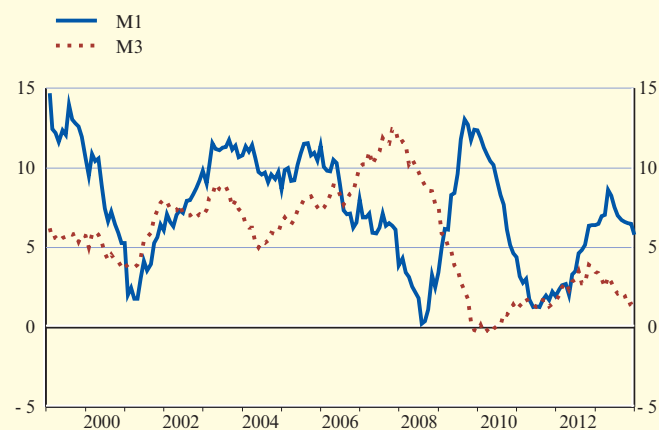
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Agrégats monétaires ²⁾ et contreparties

	M1		M2	M3 - M2	M3	M3 Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Engagements financiers à long terme	Créances sur les administrations publiques	Créances sur les autres résidents de la zone euro ³⁾		Créances nettes sur les non-résidents ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Prêts	Pour mémoire : prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁵⁾	11	12
Encours												
2012	5 107,6	3 882,3	8 990,0	790,1	9 780,1	–	7 568,4	3 406,0	13 056,3	10 855,1	–	1 035,8
2013 ^(p)	5 396,2	3 810,9	9 207,1	623,9	9 830,9	–	7 306,4	3 400,7	12 694,6	10 540,2	–	1 163,7
2013 T3	5 344,7	3 852,4	9 197,1	664,6	9 861,6	–	7 365,9	3 437,4	12 863,9	10 627,9	–	1 079,6
T4 ^(p)	5 396,2	3 810,9	9 207,1	623,9	9 830,9	–	7 306,4	3 400,7	12 694,6	10 540,2	–	1 163,7
2013 Septembre	5 344,7	3 852,4	9 197,1	664,6	9 861,6	–	7 365,9	3 437,4	12 863,9	10 627,9	–	1 079,6
Octobre	5 397,6	3 820,6	9 218,2	662,8	9 881,0	–	7 394,4	3 464,1	12 827,7	10 607,1	–	1 116,8
Novembre	5 424,5	3 816,3	9 240,8	657,9	9 898,7	–	7 360,1	3 428,4	12 766,3	10 576,4	–	1 142,9
Décembre ^(p)	5 396,2	3 810,9	9 207,1	623,9	9 830,9	–	7 306,4	3 400,7	12 694,6	10 540,2	–	1 163,7
Flux												
2012	307,9	78,1	386,0	-55,4	330,6	–	-116,9	184,9	-102,5	-70,8	-16,9	99,5
2013 ^(p)	296,5	-68,4	228,0	-125,3	102,7	–	-89,8	-24,0	-310,4	-249,6	-222,8	359,8
2013 T3	87,1	-20,4	66,7	-28,5	38,2	–	-36,3	-21,1	-70,1	-69,6	-62,6	61,1
T4 ^(p)	54,6	-40,9	13,7	-21,6	-7,9	–	-16,9	-49,5	-155,8	-65,3	-60,8	154,5
2013 Septembre	9,4	-2,3	7,1	-19,3	-12,2	–	-4,2	-18,1	-11,9	-13,4	-16,8	27,8
Octobre	54,7	-30,7	24,0	-1,6	22,4	–	24,3	13,0	-35,3	-13,0	-13,2	45,1
Novembre	26,3	-5,4	20,9	-3,6	17,3	–	-16,2	-38,6	-60,1	-28,2	-25,6	48,2
Décembre ^(p)	-26,4	-4,8	-31,2	-16,4	-47,6	–	-25,0	-23,9	-60,5	-24,1	-22,0	61,3
Taux de croissance												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,6	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,2	99,5
2013 ^(p)	5,8	-1,8	2,5	-16,4	1,0	1,3	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,1	359,8
2013 T3	6,6	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,1	-1,5	314,0
T4 ^(p)	5,8	-1,8	2,5	-16,4	1,0	1,3	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,1	359,8
2013 Septembre	6,6	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,1	-1,5	314,0
Octobre	6,5	-1,2	3,2	-17,9	1,4	1,6	-0,8	0,8	-1,4	-2,1	-1,7	330,5
Novembre	6,5	-1,5	3,0	-16,3	1,5	1,3	-0,9	-0,6	-1,6	-2,3	-1,8	317,5
Décembre ^(p)	5,8	-1,8	2,5	-16,4	1,0	.	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,1	359,8

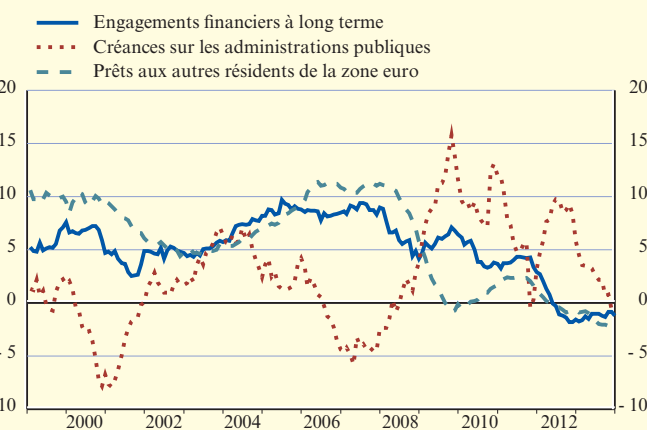
G1 Agrégats monétaires ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



G2 Contreparties ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Engagements monétaires des IFM et de l'administration centrale (Poste, Trésor, etc.) vis-à-vis des résidents non IFM de la zone euro, hors administration centrale. Pour les définitions de M1, M2 et M3, cf. le glossaire
- 3) Sont exclues les opérations de prise en pension de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.
- 4) Les valeurs indiquées dans la partie relative aux taux de croissance correspondent à la somme des opérations au cours des douze mois se terminant à la période indiquée.
- 5) Données corrigées de la décomptabilisation des prêts dans le bilan des IFM en raison de leur cession ou titrisation

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

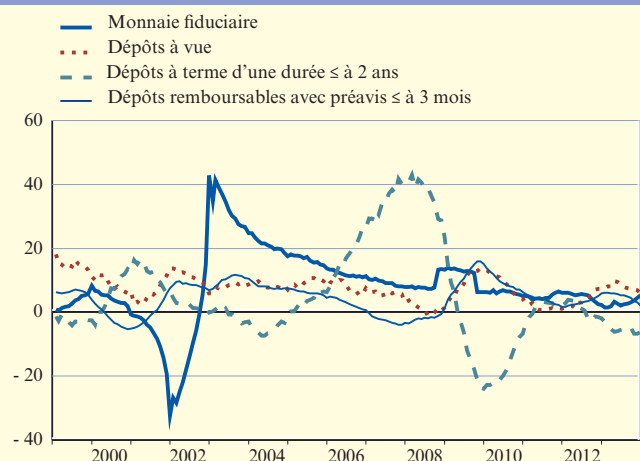
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

2. Composantes des agrégats monétaires et des engagements financiers à long terme

	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois	Pensions ²⁾	Titres d'OPCVM monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > à 3 mois	Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans	Capital et réserves
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012	863,9	4 243,7	1 801,8	2 080,6	123,7	483,3	183,2	2 685,0	106,1	2 395,2	2 382,1
2013 ^(p)	909,6	4 486,6	1 690,0	2 120,9	119,2	417,6	87,1	2 512,2	91,6	2 372,0	2 330,5
2013 T3	893,7	4 451,0	1 719,5	2 132,9	110,1	421,7	132,7	2 505,5	93,6	2 393,1	2 373,7
T4 ^(p)	909,6	4 486,6	1 690,0	2 120,9	119,2	417,6	87,1	2 512,2	91,6	2 372,0	2 330,5
2013 Septembre	893,7	4 451,0	1 719,5	2 132,9	110,1	421,7	132,7	2 505,5	93,6	2 393,1	2 373,7
Octobre	898,1	4 499,6	1 691,8	2 128,8	117,6	423,1	122,1	2 516,5	92,7	2 401,6	2 383,6
Novembre	902,9	4 521,6	1 683,8	2 132,6	118,6	417,7	121,7	2 514,6	92,1	2 395,2	2 358,2
Décembre ^(p)	909,6	4 486,6	1 690,0	2 120,9	119,2	417,6	87,1	2 512,2	91,6	2 372,0	2 330,5
Flux											
2012	20,2	287,7	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,1
2013 ^(p)	45,6	250,8	-111,0	42,6	-11,6	-49,2	-64,5	-135,2	-14,3	-19,3	79,0
2013 T3	12,9	74,2	-32,1	11,7	-15,1	-16,8	3,4	-45,8	-3,0	-6,6	19,1
T4 ^(p)	15,9	38,7	-29,6	-11,3	9,9	-3,9	-27,5	20,2	-1,8	-18,6	-16,7
2013 Septembre	2,9	6,4	-7,0	4,7	-12,5	-12,7	5,8	-3,2	-1,8	-1,4	2,1
Octobre	4,3	50,4	-26,7	-4,0	7,6	1,5	-10,7	18,6	-0,9	9,1	-2,4
Novembre	4,9	21,4	-9,8	4,4	1,6	-5,5	0,3	-2,1	-0,6	-5,9	-7,6
Décembre ^(p)	6,6	-33,1	6,8	-11,6	0,7	0,0	-17,1	3,7	-0,4	-21,7	-6,6
Taux de croissance											
2012	2,4	7,3	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013 ^(p)	5,3	5,9	-6,2	2,0	-9,3	-10,5	-38,1	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2013 T3	3,1	7,3	-4,9	4,5	-18,1	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
T4 ^(p)	5,3	5,9	-6,2	2,0	-9,3	-10,5	-38,1	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2013 Septembre	3,1	7,3	-4,9	4,5	-18,1	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
Octobre	3,7	7,1	-6,6	3,5	-10,3	-12,5	-36,0	-5,4	-14,8	-0,9	5,1
Novembre	4,5	6,9	-6,8	3,1	-9,7	-12,6	-30,9	-5,5	-14,4	-0,6	4,9
Décembre ^(p)	5,3	5,9	-6,2	2,0	-9,3	-10,5	-38,1	-5,1	-13,5	-0,8	3,4

G3 Composantes des agrégats monétaires ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



G4 Composantes des engagements financiers à long terme ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Sont exclus les opérations de mise en pension auprès de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

3. Prêts en tant que contrepartie M3

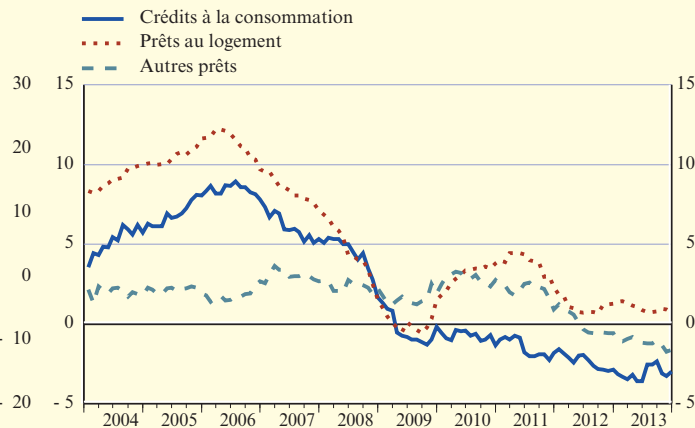
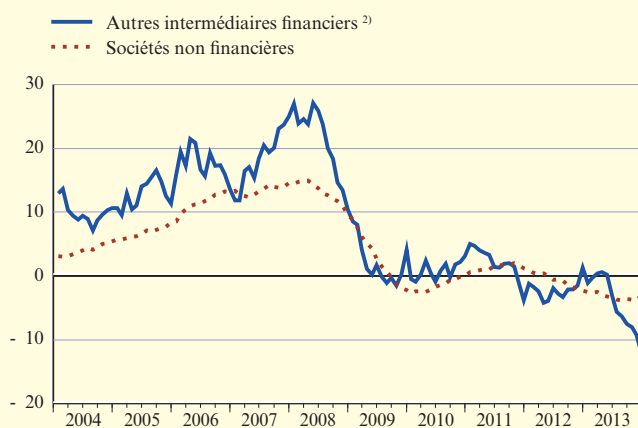
	Sociétés d'assurance et fonds de pension		Autres intermédiaires financiers ²⁾		Sociétés non financières			Ménages ³⁾				
	Total	Total	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁴⁾	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁴⁾	Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
Encours												
2012	89,0	977,0	4 546,5	–	1 129,8	795,7	2 621,1	5 242,5	–	601,8	3 824,4	816,4
2013 ^(p)	98,3	866,4	4 353,9	–	1 065,0	740,4	2 548,5	5 221,6	–	573,7	3 851,9	796,0
2013 T3	95,4	902,7	4 394,0	–	1 081,8	762,5	2 549,7	5 235,9	–	582,1	3 845,5	808,2
T4 ^(p)	98,3	866,4	4 353,9	–	1 065,0	740,4	2 548,5	5 221,6	–	573,7	3 851,9	796,0
2013 Septembre	95,4	902,7	4 394,0	–	1 081,8	762,5	2 549,7	5 235,9	–	582,1	3 845,5	808,2
Octobre	97,2	897,1	4 379,7	–	1 072,0	760,8	2 546,9	5 233,0	–	575,3	3 853,3	804,4
Novembre	100,1	882,9	4 364,4	–	1 062,3	759,2	2 542,9	5 229,0	–	572,6	3 856,0	800,4
Décembre ^(p)	98,3	866,4	4 353,9	–	1 065,0	740,4	2 548,5	5 221,6	–	573,7	3 851,9	796,0
Flux												
2012	-2,0	12,9	-107,4	-61,8	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,8	48,3	-4,9
2013 ^(p)	9,5	-119,7	-136,2	-130,9	-47,4	-45,3	-43,5	-3,3	15,4	-17,7	27,6	-13,1
2013 T3	1,4	-40,4	-33,4	-35,6	-14,7	-8,3	-10,4	2,7	10,9	-0,6	3,5	-0,1
T4 ^(p)	3,0	-33,6	-28,2	-29,8	-11,6	-18,0	1,5	-6,5	-0,6	-5,9	7,3	-7,9
2013 Septembre	-1,1	-8,5	-9,7	-10,4	-0,7	-6,9	-2,1	5,8	3,0	-0,7	6,0	0,5
Octobre	1,9	-4,1	-11,9	-13,8	-7,9	-0,1	-3,9	1,1	2,8	-5,9	8,2	-1,2
Novembre	2,9	-14,8	-13,1	-14,0	-8,7	-1,1	-3,4	-3,2	0,2	-2,0	2,6	-3,8
Décembre ^(p)	-1,8	-14,7	-3,2	-2,1	5,0	-16,9	8,7	-4,4	-3,6	2,1	-3,6	-2,9
Taux de croissance												
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013 ^(p)	10,7	-12,2	-3,0	-2,9	-4,2	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 T3	9,9	-7,5	-3,6	-2,8	-3,2	-5,6	-3,2	0,1	0,4	-2,3	0,8	-1,0
T4 ^(p)	10,7	-12,2	-3,0	-2,9	-4,2	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 Septembre	9,9	-7,5	-3,6	-2,8	-3,2	-5,6	-3,2	0,1	0,4	-2,3	0,8	-1,0
Octobre	8,4	-8,0	-3,7	-2,9	-4,1	-5,3	-3,0	0,1	0,3	-3,1	0,9	-1,3
Novembre	14,0	-9,2	-3,8	-3,1	-4,7	-5,0	-3,1	0,0	0,3	-3,3	0,9	-1,7
Décembre ^(p)	10,7	-12,2	-3,0	-2,9	-4,2	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6

G5 Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)

G6 Prêts aux ménages ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

2) Sont exclues les opérations de prise en pension de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages

4) Données corrigées de la décomptabilisation des prêts dans le bilan des IFM en raison de leur cession ou de leur titrisation

2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation ^{1), 2)}

(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Prêts aux intermédiaires financiers et aux sociétés non financières

	Sociétés d'assurance et fonds de pension				Autres intermédiaires financiers					Sociétés non financières			
	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Pensions auprès des contreparties centrales	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2013 ^(p)	90,0	72,5	4,1	13,4	985,4	122,6	440,0	223,3	322,1	4 342,8	1 056,8	739,3	2 546,6
2013 T3	98,5	82,1	3,5	12,9	1 048,5	137,7	504,2	215,2	329,2	4 393,5	1 079,1	764,0	2 550,4
T4 ^(p)	90,0	72,5	4,1	13,4	985,4	122,6	440,0	223,3	322,1	4 342,8	1 056,8	739,3	2 546,6
2013 Octobre	100,4	83,3	3,7	13,5	1 018,2	123,3	473,2	215,7	329,4	4 377,7	1 066,5	762,7	2 548,5
Novembre	101,0	83,4	3,8	13,8	1 015,8	133,2	471,1	216,8	327,9	4 371,8	1 062,2	759,6	2 550,0
Décembre ^(p)	90,0	72,5	4,1	13,4	985,4	122,6	440,0	223,3	322,1	4 342,8	1 056,8	739,3	2 546,6
Flux													
2013 ^(p)	8,7	8,7	-0,3	0,3	-70,2	49,4	-49,3	3,6	-24,5	-136,7	-47,2	-45,3	-44,2
2013 T3	3,7	3,2	-0,3	0,7	-43,7	-8,0	-32,2	2,4	-13,9	-42,2	-27,7	-7,5	-7,0
T4 ^(p)	-8,5	-9,5	0,6	0,4	-44,4	0,9	-47,5	8,9	-5,9	-38,9	-17,1	-20,7	-1,1
2013 Octobre	1,9	1,2	0,2	0,6	-22,3	-7,9	-23,8	1,1	0,5	-13,5	-10,8	0,3	-3,0
Novembre	0,5	0,1	0,1	0,3	1,2	14,2	1,8	1,0	-1,6	-3,6	-3,2	-2,5	2,1
Décembre ^(p)	-11,0	-10,9	0,3	-0,4	-23,4	-5,4	-25,5	6,8	-4,8	-21,8	-3,1	-18,5	-0,2
Taux de croissance													
2013 ^(p)	10,6	13,5	-7,6	2,6	-6,3	28,2	-9,4	1,7	-7,0	-3,0	-4,3	-5,7	-1,7
2013 T3	10,0	14,5	-37,6	5,5	-4,2	12,4	-4,1	-0,8	-5,9	-3,6	-3,2	-5,6	-3,2
T4 ^(p)	10,6	13,5	-7,6	2,6	-6,3	28,2	-9,4	1,7	-7,0	-3,0	-4,3	-5,7	-1,7
2013 Octobre	8,4	11,3	-31,6	8,2	-5,6	4,0	-7,9	0,0	-5,4	-3,7	-4,1	-5,3	-3,0
Novembre	14,2	17,2	-19,7	9,6	-4,8	20,8	-4,9	0,0	-7,8	-3,8	-4,7	-5,0	-3,0
Décembre ^(p)	10,6	13,5	-7,6	2,6	-6,3	28,2	-9,4	1,7	-7,0	-3,0	-4,3	-5,7	-1,7

2. Prêts aux ménages ³⁾

	Total	Crédits à la consommation			Prêts au logement			Autres prêts						
		Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Encours														
2013 ^(p)	5 231,0	576,1	128,4	169,5	278,2	3 858,1	12,7	55,4	3 790,1	796,7	406,1	136,6	76,3	583,8
2013 T3	5 237,7	583,0	130,4	170,4	282,3	3 847,1	12,6	55,8	3 778,7	807,6	413,5	138,4	77,6	591,6
T4 ^(p)	5 231,0	576,1	128,4	169,5	278,2	3 858,1	12,7	55,4	3 790,1	796,7	406,1	136,6	76,3	583,8
2013 Octobre	5 233,6	576,4	126,9	168,6	280,9	3 854,4	12,8	55,9	3 785,7	802,8	410,2	136,3	77,3	589,1
Novembre	5 235,8	573,1	125,4	168,4	279,2	3 857,3	12,7	56,0	3 788,7	805,4	409,5	140,3	76,9	588,2
Décembre ^(p)	5 231,0	576,1	128,4	169,5	278,2	3 858,1	12,7	55,4	3 790,1	796,7	406,1	136,6	76,3	583,8
Flux														
2013 ^(p)	-3,7	-17,8	-4,1	-6,8	-6,9	27,3	-1,4	-1,5	30,3	-13,3	-13,4	-3,5	-3,7	-6,1
2013 T3	-1,2	-2,1	0,0	-1,0	-1,1	6,7	-1,1	0,1	7,7	-5,9	-1,4	-6,0	-0,7	0,9
T4 ^(p)	1,0	-4,3	-0,6	-1,3	-2,4	11,9	0,1	-0,4	12,2	-6,5	-5,7	-0,3	-1,1	-5,1
2013 Octobre	-0,1	-5,7	-3,1	-1,8	-0,8	7,7	0,2	0,1	7,4	-2,2	-1,6	-1,4	0,0	-0,7
Novembre	3,0	-2,7	-0,8	-0,7	-1,2	2,8	-0,1	0,1	2,8	2,8	-1,0	4,7	-0,5	-1,3
Décembre ^(p)	-1,8	4,0	3,3	1,2	-0,4	1,3	0,0	-0,6	1,9	-7,2	-3,0	-3,6	-0,6	-3,0
Taux de croissance														
2013 ^(p)	-0,1	-3,0	-3,0	-3,9	-2,4	0,7	-10,1	-2,7	0,8	-1,6	-3,2	-2,5	-4,6	-1,0
2013 T3	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
T4 ^(p)	-0,1	-3,0	-3,0	-3,9	-2,4	0,7	-10,1	-2,7	0,8	-1,6	-3,2	-2,5	-4,6	-1,0
2013 Octobre	0,1	-3,1	-2,7	-4,9	-2,2	0,9	-8,3	-2,5	1,0	-1,3	-1,7	-2,0	-5,4	-0,6
Novembre	0,0	-3,3	-2,8	-4,8	-2,5	0,9	-8,8	-2,6	1,0	-1,7	-1,6	-3,2	-5,6	-0,8
Décembre ^(p)	-0,1	-3,0	-3,0	-3,9	-2,4	0,7	-10,1	-2,7	0,8	-1,6	-3,2	-2,5	-4,6	-1,0

Source : BCE

1) Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages

2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation ^{1), 2)}

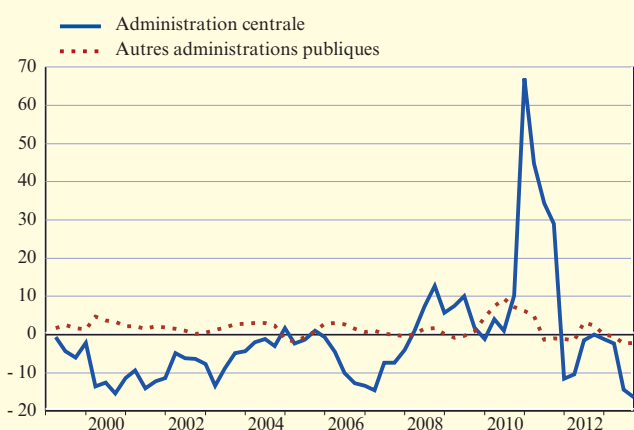
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

3. Prêts aux administrations publiques et aux non-résidents de la zone euro

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques ³⁾	Non-banques		
			Administrations d'Etats fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	1 153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2 868,2	1 906,7	961,5	60,7	900,7
2013 ^(p)	1 082,3	285,1	213,8	560,0	31,6	2 731,6	1 807,7	959,4	59,3	900,1
2012 T4	1 153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2 868,2	1 906,7	961,5	60,7	900,7
2013 T1	1 124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2 891,1	1 889,5	1 001,6	60,0	941,6
T2	1 101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2 877,8	1 893,7	984,1	58,0	926,1
T3 ^(p)	1 090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2 767,2	1 807,7	959,4	59,3	900,1
Flux										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013 ^(p)	-72,2	-56,4	-7,9	-7,4	7,4	-67,3	-78,8	16,7	0,1	16,7
2012 T4	-9,5	0,6	-9,9	1,9	-2,1	-101,4	-56,0	-45,4	1,9	-47,3
2013 T1	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,9	10,9	-26,8	37,7	-1,0	38,7
T2	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,3
T3 ^(p)	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,6	-77,2	-14,4	2,4	-16,8
Taux de croissance										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013 ^(p)	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-2,4	-6,9	-2,8	3,4	-3,2
2012 T4	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013 T1	-1,1	-2,4	-3,5	0,2	8,3	-5,2	-7,1	-1,3	0,1	-1,4
T2	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
T3 ^(p)	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,4	-3,2

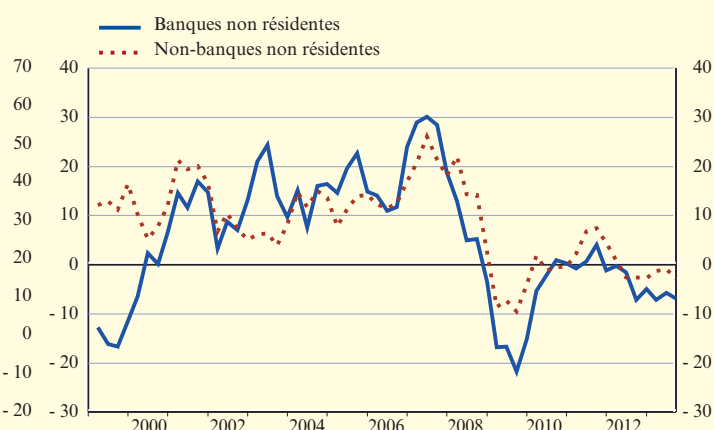
G7 Prêts aux administrations publiques ²⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



G8 Prêts aux non-résidents de la zone euro ²⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE

1) Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

3) Le terme « banques » est utilisé dans ce tableau pour désigner des établissements du même type que les IFM qui ne sont pas des résidents de la zone euro.

2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation ^{1), 2)}

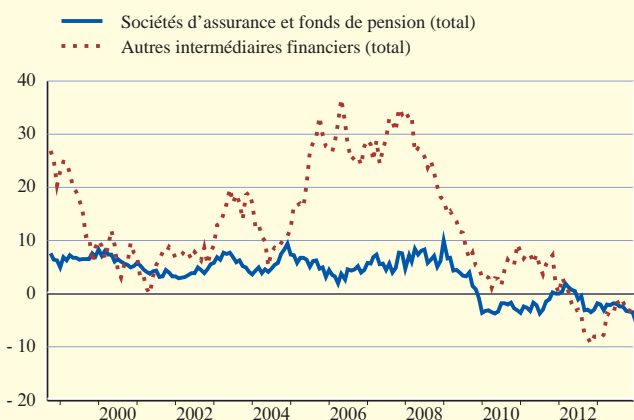
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Dépôts des intermédiaires financiers

	Sociétés d'assurance et fonds de pension							Autres intermédiaires financiers							Pensions	Pensions	Après des contreparties centrales
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions				
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
Encours																	
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2 016,5	410,7	236,6	1 021,0	13,6	0,3	334,4	256,7		
2013 ^(p)	653,2	95,9	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 854,1	423,6	221,2	942,2	16,5	0,5	250,0	178,0		
2013 T3	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1 960,3	443,2	235,2	969,7	17,2	0,3	294,7	212,5		
T4 ^(p)	653,2	95,9	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 854,1	423,6	221,2	942,2	16,5	0,5	250,0	178,0		
2013 Septembre	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1 960,3	443,2	235,2	969,7	17,2	0,3	294,7	212,5		
Octobre	668,8	105,6	77,2	467,9	7,9	0,1	9,9	1 917,1	436,9	225,6	964,9	17,3	0,4	272,1	188,1		
Novembre	660,7	104,2	72,4	466,2	7,1	0,1	10,6	1 901,3	433,5	216,6	961,9	23,3	0,5	265,5	183,6		
Décembre ^(p)	653,2	95,9	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 854,1	423,6	221,2	942,2	16,5	0,5	250,0	178,0		
Flux																	
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-176,7	23,9	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3		
2013 ^(p)	-36,3	-9,3	-5,3	-22,0	1,3	-0,1	-0,9	-58,4	13,7	-15,1	-77,1	3,1	0,3	16,6	30,6		
2013 T3	-9,1	2,4	-3,7	-9,2	0,9	-0,2	0,6	-80,4	-11,8	4,8	-24,7	0,2	0,1	-49,1	-40,5		
T4 ^(p)	-16,0	-10,5	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,4	-83,3	-18,0	-13,7	-25,8	-0,4	0,2	-25,6	-16,1		
2013 Septembre	-5,2	2,6	-5,9	-2,3	0,0	-0,2	0,7	-6,6	7,2	0,0	-9,2	0,2	0,0	-4,7	5,4		
Octobre	-0,6	-0,8	2,6	-2,6	-0,2	0,0	0,4	-30,1	-5,7	-9,1	-4,4	0,1	0,1	-11,1	-12,9		
Novembre	-8,1	-1,4	-4,8	-1,7	-0,8	0,0	0,7	-9,0	-3,2	-9,4	-3,1	6,2	0,1	0,5	1,8		
Décembre ^(p)	-7,4	-8,2	4,1	-3,4	-0,1	0,0	0,3	-44,2	-9,1	4,8	-18,3	-6,7	0,0	-15,0	-5,0		
Taux de croissance																	
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,0	6,1	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2		
2013 ^(p)	-5,3	-8,9	-6,5	-4,5	18,7	-	-8,0	-3,1	3,3	-6,4	-7,6	22,2	-	2,1	9,9		
2013 T3	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,4	27,1	-	-3,3	2,8		
T4 ^(p)	-5,3	-8,9	-6,5	-4,5	18,7	-	-8,0	-3,1	3,3	-6,4	-7,6	22,2	-	2,1	9,9		
2013 Septembre	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,4	27,1	-	-3,3	2,8		
Octobre	-3,3	-0,2	-2,4	-4,6	26,2	-	-3,0	-3,1	4,5	-8,1	-6,1	30,2	-	-2,0	1,3		
Novembre	-3,4	1,9	-5,4	-4,2	17,2	-	-15,6	-3,6	3,1	-8,1	-6,6	74,2	-	-3,4	-0,9		
Décembre ^(p)	-5,3	-8,9	-6,5	-4,5	18,7	-	-8,0	-3,1	3,3	-6,4	-7,6	22,2	-	2,1	9,9		

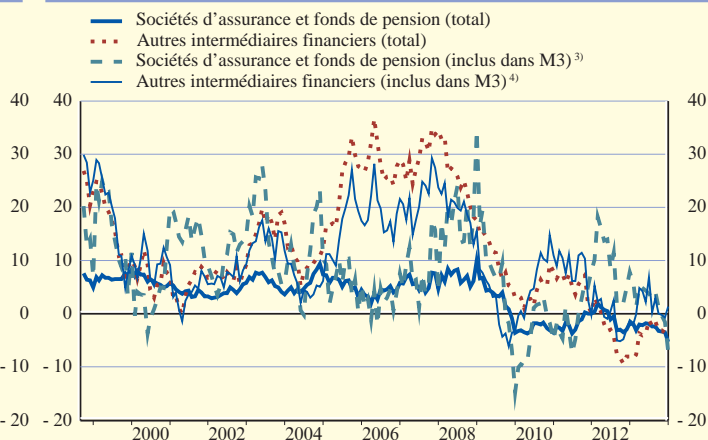
G9 Total des dépôts par secteurs ²⁾

(taux de croissance annuels)



G10 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

- 1) Secteur des IFM hors Eurozone ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 3) Correspond aux dépôts des colonnes 2, 3, 5 et 7
- 4) Correspond aux dépôts des colonnes 9, 10, 12 et 14

2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation ^{1), 2)}

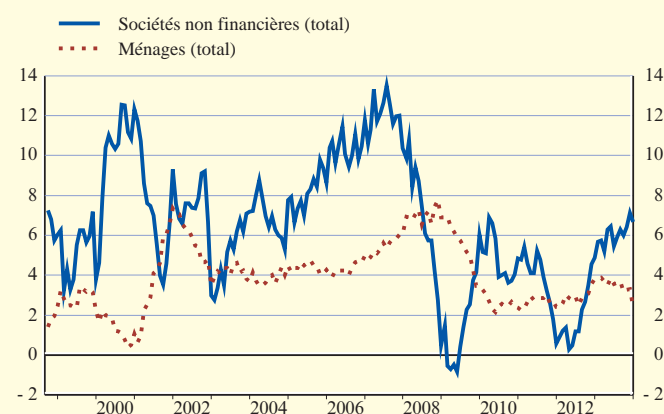
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

2. Dépôts des sociétés non financières et des ménages

	Sociétés non financières							Ménages ³⁾						
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Encours														
2012	1 761,5	1 148,5	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6 119,1	2 346,4	979,1	747,8	1 937,3	98,0	10,4
2013 ^(p)	1 870,7	1 234,4	403,5	123,0	91,6	1,8	16,5	6 263,1	2 521,3	877,9	806,6	1 968,6	83,9	4,8
2013 T3	1 791,0	1 173,5	392,2	118,8	95,0	1,8	9,7	6 202,8	2 460,2	902,5	783,6	1 965,2	84,9	6,3
T4 ^(p)	1 870,7	1 234,4	403,5	123,0	91,6	1,8	16,5	6 263,1	2 521,3	877,9	806,6	1 968,6	83,9	4,8
2013 Septembre	1 791,0	1 173,5	392,2	118,8	95,0	1,8	9,7	6 202,8	2 460,2	902,5	783,6	1 965,2	84,9	6,3
Octobre	1 814,0	1 181,9	402,1	120,7	94,8	1,8	12,6	6 209,7	2 478,6	891,0	791,1	1 958,7	84,5	5,7
Novembre	1 840,1	1 210,3	400,6	121,0	95,0	1,9	11,4	6 229,6	2 502,3	886,3	796,5	1 954,8	84,2	5,6
Décembre ^(p)	1 870,7	1 234,4	403,5	123,0	91,6	1,8	16,5	6 263,1	2 521,3	877,9	806,6	1 968,6	83,9	4,8
Flux														
2012	81,9	99,3	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,8	90,4	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013 ^(p)	117,4	90,7	-4,3	17,9	7,4	-0,1	5,7	147,3	176,1	-100,0	59,4	31,4	-14,1	-5,6
2013 T3	36,3	27,4	2,4	4,0	3,2	0,1	-0,8	-6,0	14,1	-26,5	14,0	-4,6	-3,3	0,2
T4 ^(p)	81,5	61,9	11,7	4,1	-3,0	0,1	6,8	60,6	61,5	-25,4	23,6	3,4	-1,0	-1,5
2013 Septembre	7,5	10,6	-3,0	1,9	0,4	0,0	-2,3	-17,6	-2,8	-11,9	5,4	-6,2	-1,8	-0,3
Octobre	24,6	9,3	10,7	1,8	-0,2	0,1	2,9	6,9	18,7	-11,8	7,5	-6,4	-0,5	-0,6
Novembre	25,2	27,7	-2,2	0,2	0,6	0,0	-1,2	19,8	23,6	-5,4	6,0	-4,0	-0,3	-0,1
Décembre ^(p)	31,7	24,8	3,2	2,0	-3,4	0,0	5,1	33,9	19,2	-8,3	10,2	13,8	-0,2	-0,8
Taux de croissance														
2012	4,9	9,4	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013 ^(p)	6,7	7,9	-1,1	16,9	8,7	-3,7	52,1	2,4	7,5	-10,2	7,9	1,6	-14,4	-53,9
2013 T3	6,0	7,8	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
T4 ^(p)	6,7	7,9	-1,1	16,9	8,7	-3,7	52,1	2,4	7,5	-10,2	7,9	1,6	-14,4	-53,9
2013 Septembre	6,0	7,8	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
Octobre	6,4	8,1	-1,4	15,2	11,5	4,8	5,5	3,3	8,5	-8,1	6,2	2,9	-15,7	-52,0
Novembre	7,1	9,2	-1,2	15,3	10,5	-6,7	1,8	3,3	8,9	-8,8	7,5	2,4	-15,3	-52,2
Décembre ^(p)	6,7	7,9	-1,1	16,9	8,7	-3,7	52,1	2,4	7,5	-10,2	7,9	1,6	-14,4	-53,9

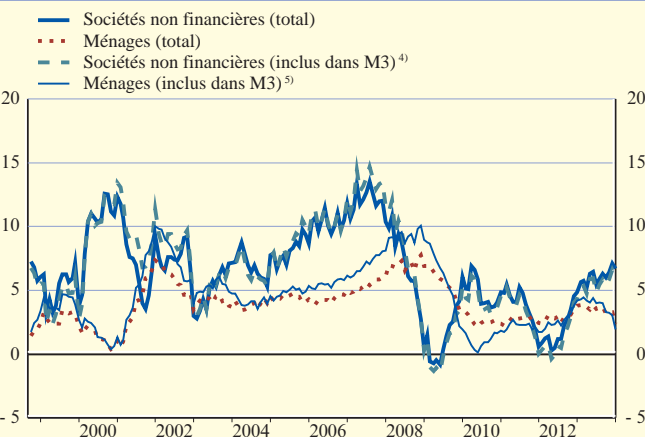
G11 Total des dépôts par secteurs ²⁾

(taux de croissance annuels)



G12 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ²⁾

(taux de croissance annuels) ²⁾



Source : BCE

1) Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages

4) Correspond aux dépôts des colonnes 2, 3, 5 et 7

5) Correspond aux dépôts des colonnes 9, 10, 12 et 14

2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation ^{1), 2)}

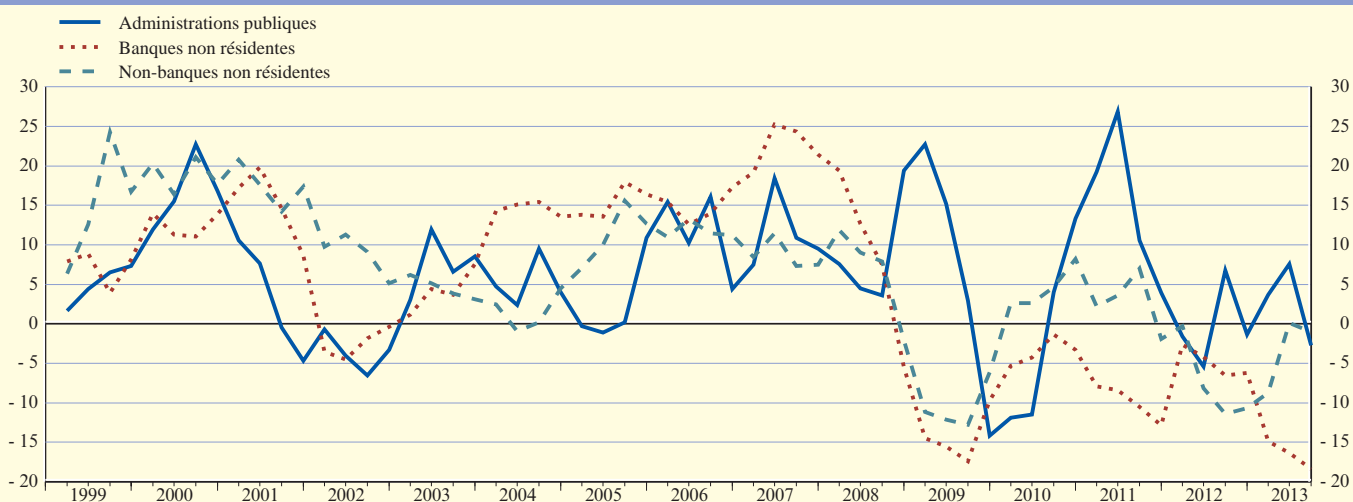
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

3. Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques ³⁾	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	448,0	169,7	62,8	111,7	103,8	2 895,2	2 016,6	878,6	39,8	838,7
2013 ^(p)	440,8	152,3	70,7	113,7	120,1	2 522,9	1 738,4	927,5	43,0	884,5
2012 T4	448,0	169,7	62,8	111,7	103,8	2 895,2	2 016,6	878,6	39,8	838,7
2013 T1	499,4	207,8	67,2	111,8	112,5	2 904,8	1 989,5	915,2	37,6	877,6
T2	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2 806,3	1 873,3	933,0	35,4	897,6
T3 ^(p)	495,5	190,9	70,7	113,7	120,1	2 665,9	1 738,4	927,5	43,0	884,5
Flux										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,4	-135,8	-104,6	-5,1	-99,5
2013 ^(p)	-8,1	-18,1	7,8	2,0	16,2	-320,7	-258,3	58,3	4,1	54,2
2012 T4	-61,5	-32,3	-30,2	0,4	0,6	-207,1	-138,9	-68,1	-3,3	-64,8
2013 T1	50,3	38,2	4,1	0,1	7,9	-2,3	-33,0	30,7	-2,0	32,8
T2	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,8	-98,6	29,8	-1,8	31,6
T3 ^(p)	-49,8	-44,7	-0,1	-1,6	-3,4	-128,8	-126,6	-2,3	7,9	-10,2
Taux de croissance										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,3	-10,7	-11,9	-10,6
2013 ^(p)	-1,8	-10,7	-24,1	2,2	16,2	-11,2	-18,4	-1,0	2,0	-1,1
2012 T4	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,3	-10,7	-11,9	-10,6
2013 T1	3,6	9,8	-12,3	-1,5	12,8	-13,0	-14,9	-8,7	-33,0	-7,3
T2	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
T3 ^(p)	-2,8	-5,4	-24,1	2,2	16,2	-13,1	-18,4	-1,0	2,0	-1,1

G13 Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

- 1) Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 3) Le terme « banques » est utilisé dans ce tableau pour désigner des établissements du même type que les IFM qui ne sont pas des résidents de la zone euro.

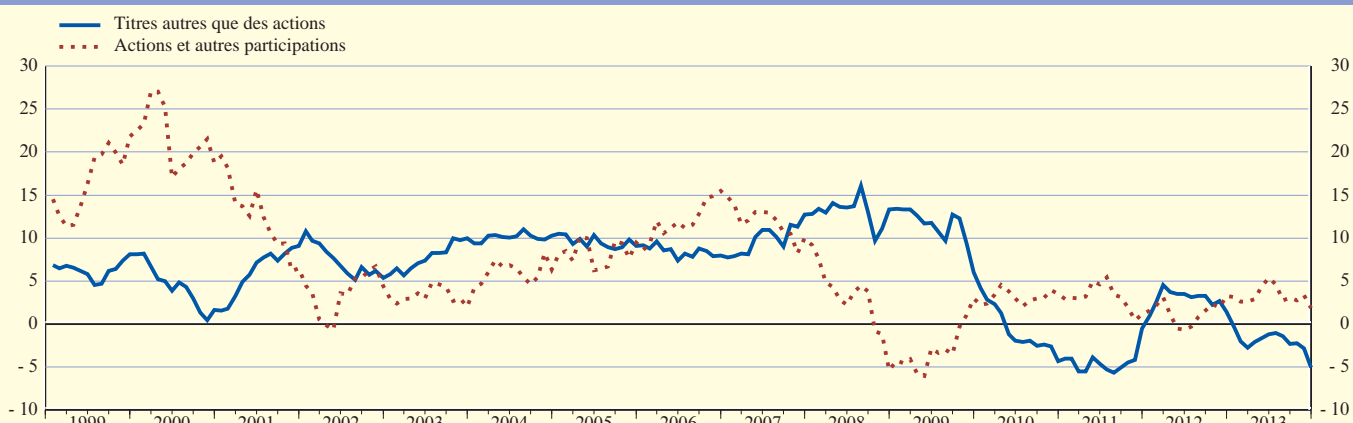
2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation ^{1), 2)}

(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	Titres autres que des actions							Actions et autres participations				
	Total	IFM		Administrations publiques		Autres résidents de la zone euro		Non-résidents de la zone euro	Total	IFM	Non-IFM	Non-résidents de la zone euro
		Euros	Autres devises	Euros	Autres devises	Euros	Autres devises					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2012	5 774,4	1 748,4	102,9	1 594,2	32,8	1 399,6	23,6	872,8	1 528,5	475,7	752,1	300,7
2013 ^(p)	5 470,3	1 540,4	102,8	1 672,6	20,3	1 307,3	28,7	798,1	1 562,1	457,6	775,6	328,9
2013 T3	5 649,4	1 601,6	102,2	1 714,9	29,8	1 365,0	28,8	807,1	1 552,7	456,3	776,6	319,8
T4 ^(p)	5 470,3	1 540,4	102,8	1 672,6	20,3	1 307,3	28,7	798,1	1 562,1	457,6	775,6	328,9
2013 Septembre	5 649,4	1 601,6	102,2	1 714,9	29,8	1 365,0	28,8	807,1	1 552,7	456,3	776,6	319,8
Octobre	5 626,6	1 586,3	100,7	1 735,6	29,0	1 346,2	28,2	800,7	1 556,3	458,0	776,6	321,7
Novembre	5 616,5	1 578,8	103,0	1 735,2	26,0	1 344,4	27,4	801,7	1 567,6	460,9	778,7	328,0
Décembre ^(p)	5 470,3	1 540,4	102,8	1 672,6	20,3	1 307,3	28,7	798,1	1 562,1	457,6	775,6	328,9
Flux												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,9	6,6	38,0	5,3
2013 ^(p)	-290,1	-220,8	-0,4	63,9	-11,3	-92,4	5,8	-35,0	28,4	-10,0	10,1	28,3
2013 T3	-123,7	-50,2	-14,5	-45,9	0,8	-15,4	2,3	-0,8	-13,4	-14,1	-8,7	9,4
T4 ^(p)	-183,4	-62,8	1,5	-52,4	-9,0	-58,6	0,1	-2,2	0,5	4,2	-8,4	4,7
2013 Septembre	-51,2	-25,0	-8,8	-11,7	-1,4	-9,9	1,3	4,4	13,0	-1,0	5,9	8,1
Octobre	-29,2	-16,8	-0,4	10,6	-0,5	-19,5	-0,3	-2,3	-3,7	2,2	-5,8	-0,1
Novembre	-16,1	-8,0	1,4	-2,3	-3,1	-1,9	-1,2	-1,0	9,0	2,6	1,5	4,9
Décembre ^(p)	-138,1	-38,0	0,5	-60,8	-5,4	-37,1	1,6	1,1	-4,8	-0,6	-4,1	0,0
Taux de croissance												
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013 ^(p)	-5,0	-12,5	-0,4	4,0	-35,2	-6,6	25,1	-4,1	1,9	-2,1	1,4	9,6
2013 T3	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	0,9	15,2	-5,7	3,0	-4,7	4,5	12,3
T4 ^(p)	-5,0	-12,5	-0,4	4,0	-35,2	-6,6	25,1	-4,1	1,9	-2,1	1,4	9,6
2013 Septembre	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	0,9	15,2	-5,7	3,0	-4,7	4,5	12,3
Octobre	-2,2	-11,0	-1,9	6,4	-2,7	0,0	0,2	-4,0	2,8	-4,4	4,3	11,0
Novembre	-2,8	-11,2	-5,3	4,5	-18,2	0,5	17,5	-4,4	3,3	-2,0	2,6	14,2
Décembre ^(p)	-5,0	-12,5	-0,4	4,0	-35,2	-6,6	25,1	-4,1	1,9	-2,1	1,4	9,6

G14 Titres détenus par les IFM ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

1) Secteur des IFM hors Eurosystème ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

2.7 Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM ^{1), 2)}
(en pourcentage du total ; encours en milliards d'euros ; données de fin de période)

1. Prêts, portefeuilles de titres autres que des actions et dépôts

	IFM ³⁾							Non-IFM						
	Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises				Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prêts														
<i>Aux résidents de la zone euro</i>														
2011	6 153,8	–	–	–	–	–	12 322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012	5 795,4	–	–	–	–	–	12 192,8	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013 T2	5 448,4	–	–	–	–	–	12 075,2	96,5	3,5	1,8	0,2	0,9	0,4	
T3 ^(p)	5 430,8	–	–	–	–	–	11 868,7	96,6	3,4	1,7	0,1	0,9	0,4	
<i>Aux non-résidents de la zone euro</i>														
2011	2 022,7	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,9	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012	1 906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013 T2	1 893,7	44,2	55,8	35,8	2,1	2,8	9,4	984,1	39,6	60,4	39,3	2,7	2,6	9,1
T3 ^(p)	1 807,7	41,8	58,2	36,6	2,4	3,6	9,9	959,4	40,3	59,7	38,6	2,6	2,6	9,1
Portefeuilles de titres autres que des actions														
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>														
2011	1 852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2 913,1	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012	1 851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3 050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013 T2	1 767,1	93,4	6,6	2,9	0,1	0,3	2,9	3 192,5	98,2	1,8	1,0	0,1	0,1	0,5
T3 ^(p)	1 703,8	94,0	6,0	2,8	0,1	0,3	2,4	3 138,5	98,1	1,9	1,0	0,1	0,1	0,6
<i>Émis par les non-résidents de la zone euro</i>														
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,2	67,8	39,4	5,8	0,7	13,7
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013 T2	407,8	55,1	44,9	20,9	0,2	0,2	17,1	407,2	34,7	65,3	40,5	4,8	0,9	10,4
T3 ^(p)	419,8	52,6	47,4	21,3	0,2	0,2	19,2	387,3	36,6	63,4	37,6	4,3	0,9	11,0
Dépôts														
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>														
2011	6 364,4	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10 947,6	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012	6 159,1	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11 036,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013 T2	5 750,6	93,1	6,9	4,4	0,2	1,0	0,6	11 315,9	97,0	3,0	2,1	0,1	0,1	0,4
T3 ^(p)	5 731,6	93,1	6,9	4,4	0,2	1,1	0,7	11 119,2	96,8	3,2	2,1	0,1	0,1	0,4
<i>Effectués par les non-résidents de la zone euro</i>														
2011	2 175,0	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	978,6	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012	2 016,6	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013 T2	1 873,3	56,7	43,3	29,1	1,3	0,9	7,1	933,0	50,4	49,6	33,2	2,5	1,0	6,4
T3 ^(p)	1 738,4	54,4	45,6	31,1	1,6	1,3	7,7	927,5	51,1	48,9	32,1	2,2	1,3	6,3

2. Titres de créance émis par les IFM de la zone euro

	Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
2011	5 236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012	5 068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013 T2	4 825,2	81,0	19,0	10,9	1,2	1,8	2,6
T3 ^(p)	4 710,0	80,7	19,3	11,0	1,2	1,8	2,7

Source : BCE

- 1) Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 3) Pour les non-résidents, le terme « IFM » désigne des établissements du même type que les IFM de la zone euro.
- 4) Y compris les avoirs libellés dans les dénominations nationales de l'euro

2.8 Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro¹⁾

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations (à l'exclusion des titres d'OPCVM et des titres d'OPCVM monétaires)	Titres d'OPCVM et titres d'OPCVM monétaires	Actifs non financiers	Autres éléments d'actif (y compris les produits financiers dérivés)
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2013 Mai	7 825,2	519,2	3 130,8	2 191,9	1 049,8	248,2	685,4
Juin	7 592,6	524,1	3 045,5	2 095,2	1 018,5	249,0	660,4
Juillet	7 707,0	527,2	3 066,8	2 168,7	1 042,8	250,6	650,8
Août	7 656,0	525,1	3 057,4	2 139,6	1 040,4	251,0	642,6
Septembre	7 768,6	507,8	3 099,3	2 224,3	1 064,7	251,1	621,4
Octobre	7 946,9	532,5	3 114,8	2 297,1	1 094,5	251,3	656,8
Novembre ^(p)	8 003,3	522,4	3 127,5	2 331,0	1 105,2	253,0	664,3
Transactions							
2013 T1	228,2	25,2	82,1	34,2	32,3	1,6	52,9
T2	152,6	31,8	55,7	19,1	2,3	1,2	42,6
T3	53,3	-11,0	56,4	22,8	32,8	2,0	-49,7

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres d'OPCVM émis			Autres éléments de passif (y compris les produits financiers dérivés)	
			Total	Détenus par les résidents de la zone euro			Détenus par les non-résidents
				OPCVM			
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2013 Mai	7 825,2	169,2	7 035,7	5 101,5	831,6	1 934,2	620,4
Juin	7 592,6	164,2	6 819,1	4 996,2	793,4	1 822,9	609,2
Juillet	7 707,0	163,4	6 946,1	5 100,7	818,3	1 845,4	597,5
Août	7 656,0	169,6	6 890,5	5 076,6	814,7	1 813,9	595,9
Septembre	7 768,6	167,1	7 037,3	5 179,5	839,0	1 857,8	564,2
Octobre	7 946,9	174,9	7 192,6	5 300,0	867,7	1 892,6	579,4
Novembre ^(p)	8 003,3	179,9	7 240,8	5 328,4	879,7	1 912,3	582,6
Transactions							
2013 T1	228,2	9,4	160,6	96,4	31,2	64,2	58,2
T2	152,6	9,3	97,3	98,0	-7,6	-0,7	46,0
T3	53,3	3,4	97,0	97,9	32,5	-1,0	-47,1

3. Ventilation des titres d'OPCVM émis par stratégies de placement et par types de fonds

	Total	Ventilation par stratégies de placement				Ventilation par types de fonds			Pour mémoire : OPCVM monétaires	
		OPCVM « Obligations »	OPCVM « Actions »	OPCVM « Mixtes »	OPCVM « Placements immobiliers »	Fonds spéculatifs	Autres OPCVM	Fonds ouverts		Fonds fermés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2013 Avril	7 005,2	2 505,7	1 855,4	1 717,8	330,1	151,7	444,6	6 918,8	86,5	901,7
Mai	7 035,7	2 499,0	1 875,2	1 724,4	331,1	154,0	452,0	6 947,2	88,5	895,0
Juin	6 819,1	2 416,6	1 783,0	1 683,8	331,3	153,6	450,9	6 731,6	87,6	856,2
Juillet	6 946,1	2 431,0	1 847,3	1 721,9	333,7	151,9	460,3	6 858,3	87,8	851,1
Août	6 890,5	2 407,2	1 819,9	1 715,4	332,8	154,2	461,0	6 802,7	87,8	869,6
Septembre	7 037,3	2 425,2	1 907,2	1 743,1	334,6	157,1	470,1	6 947,7	89,6	846,2
Octobre	7 192,6	2 443,2	1 976,8	1 795,1	335,3	159,6	482,6	7 102,3	90,3	835,1
Novembre ^(p)	7 240,8	2 449,6	2 005,6	1 804,3	336,3	159,4	485,6	7 148,5	92,3	836,7
Transactions										
2013 Mai	45,5	24,7	6,0	7,0	2,9	0,9	3,9	43,6	1,8	-5,8
Juin	-18,3	-24,5	-11,5	8,2	2,4	1,3	5,9	-18,6	0,3	-37,0
Juillet	57,4	18,3	16,5	18,0	2,5	-0,2	2,2	57,0	0,4	0,7
Août	2,8	-5,0	-0,5	6,0	0,4	1,2	0,5	2,8	0,0	14,5
Septembre	36,9	-5,1	19,9	14,4	0,8	3,6	3,4	35,4	1,4	-22,2
Octobre	39,2	2,7	18,6	12,1	-0,1	2,0	3,9	39,2	0,1	-7,0
Novembre ^(p)	16,0	8,8	6,9	0,6	1,9	-3,7	1,4	14,5	1,5	-1,4

Source : BCE

1) Hors OPCVM monétaires (qui figurent pour mémoire dans la colonne 10 du tableau 3 de la présente section). Pour plus de détails, cf. les notes générales

2.9 Titres détenus par les OPCVM¹⁾ ventilés par émetteurs

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Titres autres que des actions

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012 T4	2 968,2	1 623,6	416,1	747,1	241,6	7,7	211,0	1 344,6	332,2	510,2	16,2
2013 T1	3 069,6	1 632,9	407,4	752,7	245,2	8,2	219,3	1 436,6	332,6	563,4	16,0
T2	3 045,5	1 649,4	404,2	770,9	247,9	8,4	218,0	1 396,1	324,9	551,1	15,2
T3 ^(p)	3 099,3	1 686,0	393,6	798,4	257,7	9,1	227,3	1 413,3	343,8	549,7	14,9
Transactions											
2013 T1	82,1	18,9	-9,9	7,9	7,5	0,5	12,9	63,2	-1,0	32,8	-0,4
T2	55,7	28,8	-0,4	24,5	4,0	0,1	0,7	26,9	2,4	12,7	0,2
T3 ^(p)	56,4	27,7	-11,9	22,1	8,7	0,5	8,3	28,7	20,8	2,5	-0,3

2. Actions et autres participations (autres que les titres d'OPCVM et les titres d'OPCVM monétaires)

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012 T4	1 986,0	721,7	60,8	–	50,9	27,6	582,3	1 264,3	175,6	407,8	78,1
2013 T1	2 142,1	738,8	56,4	–	49,9	27,0	605,6	1 403,2	187,7	479,0	95,0
T2	2 095,2	738,6	58,9	–	52,4	28,1	599,1	1 356,6	181,7	482,2	109,5
T3 ^(p)	2 224,3	813,5	72,6	–	56,4	30,4	654,1	1 410,8	197,2	502,7	112,4
Transactions											
2013 T1	34,2	-4,4	-0,5	–	-1,7	-1,2	-0,9	38,5	3,7	16,8	5,8
T2	19,1	1,8	1,3	–	-0,3	0,2	0,6	17,3	0,7	6,3	13,8
T3 ^(p)	22,8	8,9	1,2	–	0,3	0,6	6,8	13,9	3,0	11,6	0,4

3. Titres d'OPCVM/Titres d'OPCVM monétaires

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012 T4	962,8	829,6	72,1	–	757,5	–	–	133,2	28,9	41,4	0,6
2013 T1	1 026,1	888,7	74,5	–	814,2	–	–	137,4	32,5	43,5	0,6
T2	1 018,5	880,2	86,8	–	793,4	–	–	138,3	31,4	46,0	0,6
T3 ^(p)	1 064,7	925,1	86,1	–	839,0	–	–	139,6	33,9	46,3	0,5
Transactions											
2013 T1	32,3	33,2	2,0	–	31,2	–	–	-0,9	2,1	0,9	0,0
T2	2,3	4,2	11,8	–	-7,6	–	–	-1,9	-0,8	-0,1	0,0
T3 ^(p)	32,8	31,1	-1,4	–	32,5	–	–	1,7	1,5	1,4	0,0

Source : BCE

1) Autres que les OPCVM monétaires. Pour plus de détails, cf. les notes générales

2) Les titres d'OPCVM (autres que les titres d'OPCVM monétaires) sont émis par les autres intermédiaires financiers. Les titres d'OPCVM monétaires sont émis par les IFM.

2.10 Bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* de la zone euro

(montants en milliards d'euros ; encours de fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Prêts titrisés						Titres autres que des actions	Autres actifs titrisés	Actions et autres titres de participation	Autres actifs	
			Total	Émis dans la zone euro				Émis hors de la zone euro					
				IFM	Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	Administrations publiques						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2012 T3	2 091,7	303,6	1 407,5	1 092,5	476,1	159,5	23,9	4,4	127,3	193,1	85,8	36,0	65,8
T4	2 057,2	285,8	1 388,2	1 070,4	469,8	164,3	24,7	4,0	124,9	195,6	87,9	35,7	63,9
2013 T1	2 027,2	291,9	1 357,0	1 040,5	462,7	164,1	24,7	4,0	123,7	193,7	86,6	35,8	62,1
T2	1 994,0	276,5	1 339,5	1 032,8	456,5	162,0	23,0	3,6	118,0	194,1	88,6	33,9	61,4
T3	1 954,6	269,0	1 318,7	1 023,3	449,7	157,5	18,8	3,5	115,6	180,8	87,5	34,3	64,3
Transactions													
2012 T3	-81,1	-3,6	-61,5	-63,7	-	4,5	0,5	0,0	-2,7	-14,5	0,8	-1,6	-0,7
T4	-37,5	-17,5	-17,7	-21,2	-	4,6	1,1	-0,4	-1,8	1,3	2,3	0,3	-6,3
2013 T1	-29,1	6,2	-30,5	-28,9	-	-0,3	0,2	0,0	-1,5	0,4	-1,2	0,0	-4,0
T2	-33,2	-15,1	-17,2	-7,8	-	-2,0	-1,6	-0,4	-5,5	1,0	2,6	-1,9	-2,6
T3	-40,7	-6,9	-20,3	-9,2	-	-4,6	-4,1	0,0	-2,5	-13,8	-0,8	0,5	0,5

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de créance émis			Capital et réserves	Autres éléments de passif
			Total	≤ à 2 ans	> à 2 ans		
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2012 T3	2 091,7	145,9	1 688,6	51,3	1 637,3	31,0	226,2
T4	2 057,2	140,4	1 664,1	52,1	1 612,1	30,6	222,0
2013 T1	2 027,2	141,5	1 627,7	54,2	1 573,5	30,7	227,3
T2	1 994,0	129,1	1 611,4	53,7	1 557,7	29,0	224,6
T3	1 954,6	124,2	1 576,3	53,7	1 522,6	28,2	225,9
Transactions							
2012 T3	-81,1	-5,5	-70,7	-2,5	-68,2	-1,4	-3,6
T4	-37,5	-5,2	-24,0	-0,1	-23,9	-0,5	-7,8
2013 T1	-29,1	1,9	-34,1	2,1	-36,2	-0,4	3,5
T2	-33,2	-12,2	-15,7	-0,5	-15,2	-1,6	-3,7
T3	-40,7	-4,1	-35,8	0,0	-35,8	-0,9	0,0

3. Portefeuilles de prêts titrisés consentis par les IFM de la zone euro et de titres autres que des actions

	Prêts titrisés consentis par les IFM de la zone euro						Titres autres que des actions						
	Total	Secteur emprunteur de la zone euro ²⁾					Secteur emprunteur hors zone euro	Total	Résidents de la zone euro			Non-résidents de la zone euro	
		Ménages	Sociétés non financières	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques			Total	IFM	Non IFM		
											Véhicules financiers <i>ad hoc</i>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2012 T3	1 092,5	788,3	237,1	17,1	0,2	5,5	31,8	193,1	111,1	34,6	76,5	29,5	82,0
T4	1 070,4	771,0	233,7	17,5	0,2	5,4	31,5	195,6	114,4	34,1	80,4	31,3	81,2
2013 T1	1 040,5	751,3	229,6	15,0	0,2	5,4	29,0	193,7	112,8	32,9	79,9	31,8	80,9
T2	1 032,8	759,3	224,2	15,1	0,2	5,1	29,1	194,1	115,3	34,8	80,5	31,9	78,8
T3	1 023,3	758,0	213,8	15,2	0,2	5,5	30,6	180,8	109,9	30,6	79,4	30,5	70,8
Transactions													
2012 T3	-63,7	-47,0	-12,3	-1,0	0,0	-0,8	-1,6	-14,5	-6,8	-4,3	-2,5	-0,9	-7,7
T4	-21,2	-17,7	-2,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	1,3	4,2	0,0	4,2	1,9	-2,9
2013 T1	-28,9	-20,8	-4,2	-2,3	0,0	0,0	-0,7	0,4	-0,7	-1,1	0,5	-0,5	1,1
T2	-7,8	7,8	-5,2	0,2	0,0	-0,3	-0,1	1,0	2,9	2,1	0,8	0,0	-1,8
T3	-9,2	-1,5	-9,4	0,2	0,0	0,5	1,1	-13,8	-5,6	-4,4	-1,2	-1,3	-8,2

Source : BCE

1) Prêts titrisés (aux non-IFM) *via* des véhicules financiers *ad hoc* de la zone euro conservés au bilan de l'IFM concernée (prêts qui n'ont pas été décomptabilisés). Les règles comptables applicables déterminent si les prêts sont décomptabilisés ou non du bilan de l'IFM. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

2) Hors titrisation des prêts inter-IFM

2.11 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension de la zone euro
(montants en milliards d'euros ; encours de fin de période)

1. Actif

	Total	Numéraire et dépôts	Prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Titres d'OPCVM	Titres d'OPCVM monétaires	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Actifs non financiers
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 T4	7 036,2	768,3	453,4	2 674,6	826,0	1 611,9	76,9	253,7	222,2	149,1
2011 T1	7 139,7	769,6	456,4	2 735,7	844,0	1 621,5	76,6	261,8	223,6	150,5
T2	7 155,2	772,7	464,0	2 747,0	842,6	1 623,7	79,8	254,2	222,3	148,9
T3	7 154,3	789,6	463,0	2 772,4	788,3	1 580,8	87,6	255,6	268,7	148,4
T4	7 164,4	782,4	472,6	2 731,2	793,9	1 615,7	91,3	253,6	273,6	150,0
2012 T1	7 452,0	794,4	469,9	2 876,7	807,2	1 710,1	102,3	258,2	283,2	150,0
T2	7 481,2	783,6	469,6	2 890,2	802,3	1 712,6	106,4	261,4	304,4	150,8
T3	7 695,7	783,5	478,8	3 006,9	822,4	1 786,7	108,5	263,1	295,0	151,0
T4	7 780,5	786,6	477,9	3 053,0	819,5	1 825,2	109,7	261,8	293,7	153,1
2013 T1	7 905,9	794,0	476,1	3 081,9	836,3	1 900,6	114,3	265,2	284,0	153,5
T2	7 844,0	773,3	474,6	3 071,5	833,5	1 894,0	98,9	264,4	278,2	155,6
T3 ^(p)	7 942,9	763,4	477,4	3 110,1	851,4	1 954,6	96,7	264,6	268,2	156,5

2. Portefeuilles de titres autres que des actions

	Total	Émis par les résidents de la zone euro					Émis par les non-résidents de la zone euro	
		Total	IFM	Administrations publiques	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension		Sociétés non financières
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010 T4	2 674,6	2 250,8	599,4	1 243,5	234,3	17,6	156,1	423,8
2011 T1	2 735,7	2 318,6	625,2	1 286,3	236,2	17,2	153,7	417,1
T2	2 747,0	2 329,9	630,6	1 289,6	235,4	16,8	157,5	417,2
T3	2 772,4	2 352,8	637,0	1 312,3	227,7	16,9	159,0	419,5
T4	2 731,2	2 307,5	635,4	1 267,3	223,9	16,5	164,3	423,7
2012 T1	2 876,7	2 427,1	670,3	1 325,0	235,9	17,1	178,7	449,6
T2	2 890,2	2 423,3	675,6	1 309,3	238,4	17,0	183,0	466,9
T3	3 006,9	2 514,7	707,7	1 348,6	246,0	17,4	195,0	492,3
T4	3 053,0	2 549,2	693,1	1 386,8	251,7	18,1	199,5	503,8
2013 T1	3 081,9	2 587,2	716,9	1 389,9	255,3	17,5	207,5	494,7
T2	3 071,5	2 566,9	684,1	1 403,5	255,4	17,5	206,4	504,6
T3 ^(p)	3 110,1	2 601,2	684,0	1 436,0	256,6	17,9	206,8	508,9

3. Passif et valeur nette

	Total	Prêts reçus	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Passif				Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Valeur nette
					Provisions techniques d'assurance					
					Total	Droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie	Droits nets des ménages sur les fonds de pension	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2010 T4	6 871,5	250,3	40,3	451,5	5 960,7	3 260,4	1 889,6	810,7	168,7	164,6
2011 T1	6 920,9	263,0	39,9	465,9	5 976,5	3 287,3	1 859,9	829,4	175,5	218,8
T2	6 944,4	262,8	42,4	454,7	6 008,1	3 309,4	1 872,0	826,7	176,4	210,9
T3	7 052,2	270,0	41,6	410,1	6 140,8	3 292,5	2 023,9	824,5	189,7	102,1
T4	7 071,7	263,8	41,3	408,8	6 169,8	3 305,1	2 047,1	817,6	188,0	92,7
2012 T1	7 229,4	272,1	44,4	439,1	6 282,8	3 342,5	2 103,0	837,2	191,0	222,6
T2	7 300,4	281,3	43,3	421,2	6 349,5	3 344,6	2 169,4	835,5	205,1	180,9
T3	7 373,6	292,7	44,9	452,7	6 387,7	3 390,6	2 163,4	833,6	195,6	322,1
T4	7 472,6	267,0	48,8	482,6	6 454,0	3 425,8	2 201,8	826,4	220,2	307,9
2013 T1	7 566,8	279,9	48,0	497,8	6 526,5	3 462,7	2 216,1	847,6	214,5	339,2
T2	7 607,2	280,1	45,4	506,7	6 551,9	3 467,1	2 240,2	844,6	223,1	236,8
T3 ^(p)	7 635,0	278,9	45,2	524,0	6 569,6	3 509,6	2 217,5	842,5	217,3	307,9

Source : BCE



COMPTES DE LA ZONE EURO

3.1 Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels (montants en milliards d'euros)

Emplois	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T3 2013						
Compte extérieur						
Exportations de biens et services						644
<i>Solde des échanges extérieurs ¹⁾</i>						-64
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Taxes nettes de subventions sur les produits						
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 136	116	726	56	238	
Autres taxes nettes de subventions sur la production	30	9	14	3	4	
Consommation de capital fixe	383	102	218	11	52	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte ¹⁾</i>	592	287	271	33	0	
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						7
Rémunération des salariés						
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	601	31	240	262	68	104
Intérêts	318	29	53	168	68	44
Autres revenus de la propriété	283	3	187	94	0	60
<i>Revenu national net ¹⁾</i>	2 013	1 621	121	45	225	
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	292	233	49	10	0	2
Cotisations sociales	441	441				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	480	1	18	35	427	1
Autres transferts courants	195	70	25	48	53	11
Primes nettes d'assurance-dommages	45	34	9	1	1	2
Indemnités d'assurance-dommages	46			46		1
Autres	104	35	15	1	52	8
<i>Revenu disponible net ¹⁾</i>	1 983	1 441	61	49	431	
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 884	1 386			498	
Dépense de consommation individuelle	1 697	1 386			311	
Dépense de consommation collective	186				186	
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	15	0	1	14	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur ¹⁾</i>	99	70	60	36	-67	-42
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	440	140	239	9	52	
Formation brute de capital fixe	426	138	227	10	52	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	14	2	12	0	0	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	0	-1	0	0	1	0
Transferts en capital	39	11	1	1	26	6
Impôts en capital	9	8	0	0	0	0
Autres transferts en capital	30	3	1	1	26	6
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital) ¹⁾</i>	46	30	53	45	-81	-46
Écart statistique	0	-8	8	0	0	0

Sources : BCE et Eurostat

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

3.1 Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels (suite)
(montants en milliards d'euros)

Ressources	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T3 2013						
Compte extérieur						
Importations de biens et services						580
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 141	514	1 230	104	293	
Taxes nettes de subventions sur les produits	247					
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	2 388					
Rémunération des salariés						
Autres taxes nettes de subventions sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	592	287	271	33	0	
Rémunération des salariés	1 140	1 140				4
Taxes nettes de subventions sur la production	276				276	1
Revenus de la propriété	607	225	90	274	17	98
Intérêts	308	50	32	217	9	54
Autres revenus de la propriété	299	176	58	57	8	45
<i>Revenu national net</i>						
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net	2 013	1 621	121	45	225	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	293				293	1
Cotisations sociales	440	1	18	49	371	2
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	478	478				3
Autres transferts courants	166	85	13	47	22	40
Primes nettes d'assurance-dommages	46			46		1
Indemnités d'assurance-dommages	44	36	7	1	0	2
Autres	77	50	6	0	21	36
<i>Revenu disponible net</i>						
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net	1 983	1 441	61	49	431	
Dépense de consommation finale						
Dépense de consommation individuelle						
Dépense de consommation collective						
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	15	15				0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i>						
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	99	70	60	36	-67	-42
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	383	102	218	11	52	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	43	8	15	8	13	2
Impôts en capital	9				9	0
Autres transferts en capital	34	8	15	8	4	2
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>						
Écart statistique						

Sources : BCE et Eurostat

2) Le produit intérieur brut est égal à la somme des valeurs ajoutées brutes des différents secteurs domestiques augmentée des impôts moins les subventions sur les produits.

3.1 Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels (suite)

(montants en milliards d'euros)

Actifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
T3 2013								
Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers								
Total des actifs financiers		19 963	17 404	33 119	18 097	7 529	4 508	18 788
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)				367				
Numéraire et dépôts	7 141	2 023	10 065	2 433	796	858	3 198	
Titres de créance à court terme	40	65	506	431	57	32	651	
Titres de créance à long terme	1 288	258	6 375	3 139	3 023	439	4 363	
Crédits	86	3 120	13 118	4 523	485	873	2 797	
<i>dont à long terme</i>	65	1 986	10 193	3 368	363	766	.	
Actions et autres participations	4 572	8 098	1 843	7 137	2 761	1 514	6 956	
Actions cotées	759	1 098	371	2 199	409	228	.	
Actions non cotées et autres participations	2 411	6 649	1 199	3 807	432	1 106	.	
Titres d'OPCVM	1 402	350	273	1 130	1 920	179	.	
Provisions techniques d'assurance	6 338	185	3	0	244	4	259	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	497	3 656	842	434	163	789	565	
<i>Valeur financière nette</i>								
Compte financier, transactions sur actifs financiers								
Total des transactions sur actifs financiers		24	124	-571	-104	48	-126	-70
Or monétaire et DTS				0				0
Numéraire et dépôts	1	52	-299	-121	-6	-79	-140	
Titres de créance à court terme	-1	-2	-25	-18	-2	-4	35	
Titres de créance à long terme	-17	3	-113	46	21	-3	-13	
Crédits	1	28	-112	-68	1	-4	-38	
<i>dont à long terme</i>	1	47	-26	-59	5	16	.	
Actions et autres participations	-3	43	16	61	39	-8	49	
Actions cotées	-23	-2	33	33	4	3	.	
Actions non cotées et autres participations	18	49	-24	-9	2	-11	.	
Titres d'OPCVM	1	-3	7	37	34	1	.	
Provisions techniques d'assurance	39	-1	0	0	0	0	7	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	5	-1	-38	-5	-6	-30	30	
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>								
Compte des autres changements, actifs financiers								
Total des autres changements sur actifs financiers		167	353	57	-15	54	47	-20
Or monétaire et DTS				24				
Numéraire et dépôts	-2	-8	84	-81	0	-1	-15	
Titres de créance à court terme	0	0	0	3	0	0	-11	
Titres de créance à long terme	-14	1	-13	-16	-4	-1	-48	
Crédits	0	-10	-123	-30	0	1	-28	
<i>dont à long terme</i>	0	-7	-27	-2	0	1	.	
Actions et autres participations	173	402	62	109	59	45	95	
Actions cotées	95	122	22	116	12	29	.	
Actions non cotées et autres participations	43	275	37	-28	3	12	.	
Titres d'OPCVM	35	5	3	22	45	4	.	
Provisions techniques d'assurance	23	0	0	0	0	0	-2	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	-12	-33	22	1	-1	2	-11	
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>								
Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers								
Total des actifs financiers		20 154	17 881	32 605	17 979	7 631	4 428	18 697
Or monétaire et DTS				391				
Numéraire et dépôts	7 140	2 068	9 851	2 231	791	778	3 043	
Titres de créance à court terme	39	63	481	416	55	28	675	
Titres de créance à long terme	1 257	262	6 249	3 169	3 040	436	4 301	
Crédits	87	3 139	12 883	4 425	487	869	2 731	
<i>dont à long terme</i>	66	2 027	10 140	3 307	367	783	.	
Actions et autres participations	4 741	8 543	1 921	7 307	2 859	1 551	7 100	
Actions cotées	831	1 218	425	2 348	424	261	.	
Actions non cotées et autres participations	2 472	6 973	1 212	3 770	437	1 106	.	
Titres d'OPCVM	1 438	352	283	1 189	1 998	184	.	
Provisions techniques d'assurance	6 400	184	3	0	243	4	263	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	490	3 622	826	430	157	761	584	
<i>Valeur financière nette</i>								

Source : BCE

3.1 Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels (suite)
(montants en milliards d'euros)

Passifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
T3 2013								
Compte de patrimoine d'ouverture, passifs								
Total des éléments de passif		6 864	27 286	32 190	17 776	7 593	10 884	16 448
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)								
Numéraire et dépôts			33	23 531	35	0	276	2 640
Titres de créance à court terme			90	602	125	2	676	285
Titres de créance à long terme			971	4 403	3 310	49	6 971	3 180
Crédits		6 159	8 536		4 350	305	2 281	3 372
<i>dont à long terme</i>		5 809	6 242		2 540	111	2 001	.
Actions et autres participations		8	13 832	2 495	9 713	498	4	6 330
Actions cotées			3 853	407	259	140	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	9 979	1 231	2 786	357	4	.
Titres d'OPCVM				856	6 668			.
Provisions techniques d'assurance		36	351	65	1	6 578	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		661	3 472	1 094	242	161	674	642
<i>Valeur financière nette</i> ¹⁾	-1 972	13 099	-9 881	929	322	-64	-6 376	
Compte financier, transactions sur passifs								
Total des transactions sur passifs		2	63	-604	-107	39	-45	-24
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	-496	-1	0	5	-100
Titres de créance à court terme			0	-16	-5	0	2	4
Titres de créance à long terme			32	-84	-9	0	-33	18
Crédits		3	-16		-131	-6	-3	-39
<i>dont à long terme</i>		10	31		-61	-2	20	.
Actions et autres participations		0	39	-13	81	0	0	92
Actions cotées			4	2	1	0	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	35	-8	-16	0	0	.
Titres d'OPCVM				-7	96			.
Provisions techniques d'assurance		0	1	0	0	43	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		-1	7	7	-42	2	-17	1
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i> ¹⁾	46	22	61	33	3	9	-81	-46
Compte des autres changements, passifs								
Total des autres changements sur passifs		-2	700	72	32	36	-111	-107
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	-11	0	0	0	-12
Titres de créance à court terme			0	-3	-1	0	0	-4
Titres de créance à long terme			1	-27	-12	0	-34	-23
Crédits		-4	-18		-133	0	-1	-33
<i>dont à long terme</i>		-4	-10		-7	0	-1	.
Actions et autres participations		0	708	124	138	14	0	-41
Actions cotées			342	83	26	8	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	366	44	-12	7	0	.
Titres d'OPCVM				-3	124			.
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	20	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		1	9	-11	39	1	-76	6
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i> ¹⁾	-63	170	-347	-15	-47	18	158	87
Compte de patrimoine de clôture, passifs								
Total des passifs		6 864	28 049	31 659	17 701	7 669	10 727	16 317
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			33	23 024	35	0	282	2 529
Titres de créance à court terme			90	583	119	2	678	285
Titres de créance à long terme			1 004	4 292	3 290	50	6 904	3 175
Crédits		6 158	8 501		4 086	299	2 278	3 299
<i>dont à long terme</i>		5 815	6 263		2 472	108	2 019	.
Actions et autres participations		8	14 579	2 605	9 932	512	4	6 381
Actions cotées			4 199	493	285	148	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	10 380	1 266	2 758	363	4	.
Titres d'OPCVM				846	6 889			.
Provisions techniques d'assurance		37	352	65	1	6 642	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		661	3 488	1 090	239	164	581	648
<i>Valeur financière nette</i> ¹⁾	-1 990	13 290	-10 167	946	278	-37	-6 299	

Source : BCE

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

3.2 Comptes non financiers de la zone euro

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres)

Emplois	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
Compte d'exploitation								
Valeur ajoutée brute (prix de base)								
Taxes nettes de subventions sur les produits								
Produit intérieur brut (prix de marché)								
Rémunération des salariés	4 449	4 510	4 622	4 666	4 671	4 677	4 683	4 690
Autres taxes nettes de subventions sur la production	85	82	95	116	124	124	125	124
Consommation de capital fixe	1 388	1 419	1 462	1 488	1 497	1 504	1 511	1 519
Excédent net d'exploitation et revenu mixte ¹⁾	2 097	2 198	2 256	2 208	2 186	2 174	2 176	2 191
Compte d'affectation des revenus primaires								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte								
Rémunération des salariés								
Taxes nettes de subventions sur la production								
Revenus de la propriété	2 959	2 798	3 007	2 944	2 870	2 816	2 766	2 734
Intérêts	1 593	1 381	1 546	1 513	1 461	1 409	1 363	1 326
Autres revenus de la propriété	1 366	1 417	1 461	1 431	1 409	1 407	1 403	1 408
Revenu national net ¹⁾	7 550	7 765	7 978	8 013	8 027	8 026	8 038	8 060
Compte de distribution secondaire du revenu								
Revenu national net								
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 029	1 057	1 115	1 154	1 172	1 180	1 198	1 210
Cotisations sociales	1 677	1 703	1 751	1 777	1 787	1 794	1 800	1 807
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 769	1 814	1 841	1 874	1 884	1 895	1 907	1 919
Autres transferts courants	772	774	779	789	788	791	796	804
Primes nettes d'assurance-dommages	181	181	182	184	184	183	184	184
Indemnités d'assurance-dommages	182	182	183	186	186	186	186	186
Autres	409	411	414	418	418	422	427	434
Revenu disponible net ¹⁾	7 442	7 655	7 871	7 902	7 918	7 913	7 922	7 938
Compte d'utilisation du revenu								
Revenu disponible net								
Dépense de consommation finale	7 152	7 315	7 477	7 517	7 520	7 522	7 535	7 555
Dépense de consommation individuelle	6 383	6 543	6 703	6 741	6 746	6 747	6 759	6 778
Dépense de consommation collective	769	772	774	776	774	775	775	776
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	62	57	58	58	58	58	59	60
Épargne nette ¹⁾	290	340	394	385	398	392	387	384
Compte de capital								
Épargne nette								
Formation brute de capital	1 703	1 779	1 873	1 793	1 774	1 742	1 725	1 724
Formation brute de capital fixe	1 753	1 760	1 817	1 783	1 765	1 736	1 723	1 716
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-50	19	56	11	9	6	2	8
Consommation de capital fixe								
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	1	1	0	10	9	3	1	2
Transferts en capital	183	221	174	182	193	200	210	205
Impôts en capital	34	25	31	29	26	27	29	31
Autres transferts en capital	149	196	142	153	168	174	180	175
Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital) ¹⁾	-18	-12	-10	80	123	162	186	192

Sources : BCE et Eurostat

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

3.2 Comptes non financiers de la zone euro (suite)
(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres)

Ressources	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
Compte d'exploitation								
Valeur ajoutée brute (prix de base)	8 019	8 208	8 434	8 478	8 478	8 478	8 496	8 525
Taxes nettes de subventions sur les produits	894	942	973	974	978	976	981	987
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	8 913	9 150	9 408	9 452	9 456	9 454	9 477	9 512
Rémunération des salariés								
Autres taxes nettes de subventions sur la production								
Consommation de capital fixe								
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>								
Compte d'affectation des revenus primaires								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	2 097	2 198	2 256	2 208	2 186	2 174	2 176	2 191
Rémunération des salariés	4 459	4 521	4 634	4 679	4 684	4 691	4 697	4 706
Taxes nettes de subventions sur la production	996	1 037	1 079	1 100	1 112	1 111	1 118	1 122
Revenus de la propriété	2 955	2 807	3 018	2 971	2 914	2 867	2 813	2 776
Intérêts	1 554	1 333	1 490	1 469	1 425	1 375	1 329	1 290
Autres revenus de la propriété	1 401	1 474	1 527	1 501	1 488	1 491	1 484	1 486
<i>Revenu national net</i>								
Compte de distribution secondaire du revenu								
Revenu national net	7 550	7 765	7 978	8 013	8 027	8 026	8 038	8 060
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 034	1 060	1 121	1 160	1 178	1 185	1 204	1 216
Cotisations sociales	1 675	1 703	1 752	1 775	1 784	1 791	1 797	1 804
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 762	1 807	1 835	1 868	1 878	1 889	1 901	1 913
Autres transferts courants	668	667	672	680	682	682	683	685
Primes nettes d'assurance-dommages	182	182	183	186	186	186	186	186
Indemnités d'assurance-dommages	178	176	177	179	179	178	179	179
Autres	307	309	312	314	317	318	319	320
<i>Revenu disponible net</i>								
Compte d'utilisation du revenu								
Revenu disponible net	7 442	7 655	7 871	7 902	7 918	7 913	7 922	7 938
Dépense de consommation finale								
Dépense de consommation individuelle								
Dépense de consommation collective								
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	62	57	58	58	58	58	59	60
<i>Épargne nette</i>								
Compte de capital								
Épargne nette	290	340	394	385	398	392	387	384
Formation brute de capital								
Formation brute de capital fixe								
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur								
Consommation de capital fixe	1 388	1 419	1 462	1 488	1 497	1 504	1 511	1 519
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits								
Transferts en capital	192	230	180	191	205	212	223	220
Impôts en capital	34	25	31	29	26	27	29	31
Autres transferts en capital	158	205	149	162	179	185	194	189
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>								

Sources : BCE et Eurostat

2) Le produit intérieur brut est égal à la somme des valeurs ajoutées brutes des différents secteurs domestiques augmentée des impôts moins les subventions sur les produits.

3.3 Ménages

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
Revenus, épargne et variations de la valeur nette								
Rémunération des salariés (+)	4 459	4 521	4 634	4 679	4 684	4 691	4 697	4 706
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 440	1 449	1 491	1 495	1 495	1 498	1 503	1 511
Intérêts à recevoir (+)	233	201	227	228	222	216	211	206
Intérêts à payer (-)	148	124	147	139	131	125	120	117
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	728	721	750	749	744	738	732	737
Autres revenus de la propriété à payer (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	843	850	884	920	934	941	952	959
Cotisations sociales nettes (-)	1 672	1 698	1 746	1 772	1 782	1 789	1 795	1 802
Prestations sociales nettes (+)	1 757	1 802	1 829	1 862	1 872	1 884	1 895	1 907
Transferts courants nets à recevoir (+)	71	71	70	68	71	74	75	74
= Revenu disponible brut	6 017	6 082	6 214	6 240	6 233	6 235	6 236	6 253
Dépense de consommation finale (-)	5 157	5 291	5 441	5 469	5 474	5 470	5 478	5 491
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	62	56	58	58	58	58	58	60
= Épargne brute	922	847	831	829	816	823	817	822
Consommation de capital fixe (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Transferts en capital nets à recevoir (+)	9	12	2	0	1	0	0	-1
Autres variations de la valeur nette (+)	-334	550	-218	-336	-189	-568	-400	-162
= Variations de la valeur nette	218	1 023	220	93	227	-147	13	253
Investissement, financement et variations de la valeur nette								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	555	558	573	561	555	549	543	542
Consommation de capital fixe (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	2	40	124	173	192	172	167	135
Numéraire et dépôts	121	118	118	176	225	226	215	186
Titres d'OPCVM monétaires	-45	-59	-23	-27	-31	-39	-30	-26
Titres de créance ¹⁾	-74	-19	29	25	-2	-15	-18	-25
Actifs à long terme	482	420	237	192	143	173	166	199
Dépôts	82	58	55	29	12	7	7	23
Titres de créance	2	3	69	-4	-89	-124	-120	-121
Actions et autres participations	169	111	-2	59	90	142	123	131
Actions cotées, non cotées et autres participations	120	103	46	66	55	66	38	41
Titres d'OPCVM	49	8	-48	-7	35	76	85	90
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	230	248	115	108	129	147	156	166
Principales rubriques du financement (-)								
Crédits	107	114	88	19	14	0	-11	-1
dont auprès des IFM de la zone euro	65	147	81	1	25	21	1	7
Autres variations des actifs (+)								
Actifs non financiers	-624	462	155	-897	-817	-1 050	-952	-609
Actifs financiers	285	141	-386	504	577	405	484	412
Actions et autres participations	82	49	-318	317	337	264	341	349
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	191	120	15	181	179	160	119	76
Flux nets résiduels (+)	4	-99	0	-21	-8	6	-2	-21
= Variations de la valeur nette	218	1 023	220	93	227	-147	13	253
Bilan								
Actifs non financiers (+)	29 652	30 286	30 618	30 186	29 955	29 505	29 551	29 713
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	5 771	5 814	5 952	6 036	6 125	6 137	6 178	6 156
Numéraire et dépôts	5 474	5 597	5 728	5 836	5 950	5 979	6 029	6 016
Titres d'OPCVM monétaires	242	184	166	136	121	112	109	101
Titres de créance ¹⁾	54	33	58	63	54	46	40	39
Actifs à long terme	11 584	12 121	11 966	12 469	12 705	12 899	12 883	13 103
Dépôts	970	1 027	1 082	1 098	1 096	1 103	1 113	1 124
Titres de créance	1 453	1 406	1 391	1 380	1 365	1 303	1 288	1 257
Actions et autres participations	4 040	4 199	3 875	4 151	4 316	4 472	4 463	4 640
Actions cotées et non cotées et autres participations	2 931	3 012	2 798	2 966	3 094	3 189	3 170	3 303
Titres d'OPCVM	1 110	1 187	1 077	1 184	1 222	1 284	1 293	1 337
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	5 121	5 489	5 619	5 840	5 928	6 021	6 020	6 082
Actifs nets résiduels (+)	261	244	237	242	206	192	197	189
Engagements (-)								
Crédits	5 932	6 107	6 196	6 184	6 185	6 159	6 159	6 158
dont auprès des IFM de la zone euro	4 968	5 213	5 285	5 283	5 290	5 279	5 281	5 276
= Valeur nette	41 335	42 358	42 578	42 750	42 805	42 574	42 650	43 003

Sources : BCE et Eurostat

1) Titres d'une durée inférieure à deux ans émis par les IFM et titres d'une durée inférieure à un an émis par d'autres secteurs

3.4 Sociétés non financières

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
Revenus et épargne								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 520	4 662	4 824	4 848	4 846	4 840	4 849	4 866
Rémunération des salariés (-)	2 790	2 834	2 932	2 969	2 977	2 979	2 984	2 990
Autres taxes nettes de subventions sur la production (-)	40	33	42	48	50	50	51	51
= Excédent brut d'exploitation (+)	1 689	1 795	1 851	1 830	1 819	1 811	1 814	1 825
Consommation de capital fixe (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
= Excédent net d'exploitation (+)	907	995	1 024	987	970	957	955	962
Revenus de la propriété à recevoir (+)	534	550	556	561	550	549	537	529
Intérêts à recevoir	171	158	164	156	149	143	138	134
Autres revenus de la propriété à recevoir	363	391	392	404	401	406	399	395
Intérêts et loyers à payer (-)	296	257	287	280	270	259	249	240
= Revenu d'entreprise net (+)	1 145	1 288	1 294	1 268	1 250	1 247	1 243	1 250
Revenus distribués (-)	926	920	969	967	951	944	937	941
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	151	169	192	196	201	200	206	208
Cotisations sociales à recevoir (+)	71	69	74	74	74	74	74	74
Prestations sociales à payer (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Autres transferts nets (-)	47	44	48	49	49	49	50	51
= Épargne nette	24	155	89	59	53	58	53	53
Investissement, financement et épargne								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	65	146	210	152	130	98	84	80
Formation brute de capital fixe (+)	899	927	982	972	963	943	938	933
Consommation de capital fixe (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	-52	19	54	24	17	9	5	11
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	95	34	-27	27	60	46	40	54
Numéraire et dépôts	88	67	6	38	74	81	84	94
Titres d'OPCVM monétaires	39	-32	-46	-18	-10	-8	-18	-15
Titres de créance ¹⁾	-31	-1	12	6	-5	-28	-27	-25
Actifs à long terme	148	425	487	311	197	174	72	107
Dépôts	-1	20	68	13	12	-18	-9	8
Titres de créance	24	8	-20	-11	0	1	-3	-8
Actions et autres participations	101	250	289	187	115	149	96	118
Autres (principalement les prêts intragroupes)	24	147	150	123	70	43	-11	-12
Actifs nets résiduels (+)	78	24	-27	12	44	68	98	51
Principales rubriques du financement (-)								
Endettement	25	178	253	185	126	110	39	9
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	-108	-16	96	-87	-135	-123	-154	-145
<i>dont titres de créance</i>	90	66	49	109	119	105	91	89
Actions et autres participations	253	230	235	189	183	145	129	159
Actions cotées	64	31	27	16	27	11	21	20
Actions non cotées et autres participations	189	199	209	174	156	135	108	139
Transferts en capital nets à recevoir (-)	81	64	66	65	65	68	68	65
= Épargne nette	24	155	89	59	53	58	53	53
Compte de patrimoine financier								
Actifs financiers								
Actifs à court terme	1 936	1 961	1 934	1 933	1 990	1 955	1 943	1 972
Numéraire et dépôts	1 632	1 695	1 705	1 715	1 776	1 759	1 768	1 800
Titres d'OPCVM monétaires	213	182	134	128	128	125	111	109
Titres de créance ¹⁾	90	84	95	89	86	71	65	63
Actifs à long terme	10 235	10 721	10 742	11 383	11 502	11 784	11 621	12 103
Dépôts	159	169	224	271	276	264	255	268
Titres de créance	238	254	244	263	264	263	258	262
Actions et autres participations	7 092	7 405	7 202	7 693	7 846	8 135	7 987	8 434
Autres (principalement les prêts intragroupes)	2 746	2 893	3 071	3 156	3 117	3 122	3 120	3 139
Actifs nets résiduels	411	303	368	334	315	396	401	351
Passifs								
Endettement	9 465	9 728	9 902	10 063	9 999	9 990	9 948	9 948
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	4 700	4 675	4 717	4 631	4 502	4 476	4 435	4 388
<i>dont titres de créance</i>	814	881	885	1 021	1 044	1 065	1 061	1 094
Actions et autres participations	12 625	13 169	12 482	13 130	13 561	13 964	13 832	14 579
Actions cotées	3 506	3 802	3 284	3 553	3 747	3 891	3 853	4 199
Actions non cotées et autres participations	9 120	9 368	9 198	9 578	9 814	10 073	9 979	10 380

Sources : BCE et Eurostat

1) Titres d'une durée inférieure à deux ans émis par les IFM et titres d'une durée inférieure à un an émis par d'autres secteurs

3.5 Sociétés d'assurance et fonds de pension

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
Compte financier, opérations financières								
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	-42	-6	54	51	43	19	-18	-39
Numéraire et dépôts	-33	-9	14	3	15	11	8	3
Titres d'OPCVM monétaires	5	-8	16	36	32	9	-12	-20
Titres de créance ¹⁾	-14	11	24	12	-5	-2	-14	-22
Actifs à long terme	294	288	134	111	185	176	216	246
Dépôts	15	-4	9	-16	-17	-19	-16	-18
Titres de créance	105	183	45	79	137	96	115	113
Crédits	8	32	12	15	8	12	11	2
Actions cotées	-50	-2	-12	-17	-5	2	0	10
Actions non cotées et autres participations	-15	11	13	1	-2	-1	0	4
Titres d'OPCVM	230	68	67	49	63	86	106	134
Actifs nets résiduels (+)	17	9	-35	-3	-39	-20	-23	-26
Principales rubriques du financement (-)								
Titres de créance	5	1	3	2	7	5	3	3
Crédits	-4	7	11	9	-15	0	-7	-23
Actions et autres participations	5	6	4	2	0	2	2	1
Provisions techniques d'assurance	246	280	115	127	151	167	175	186
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	240	261	110	118	139	154	164	172
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	6	19	5	8	13	13	11	14
= Variations de la valeur financière nette résultant des transactions	16	-3	20	18	45	0	2	14
Compte des autres changements								
Autres variations des actifs financiers (+)								
Actions et autres participations	199	117	-105	218	197	148	133	97
Autres actifs nets	34	-1	23	161	229	115	68	-31
Autres variations des passifs (-)								
Actions et autres participations	13	-1	-47	40	71	55	83	68
Provisions techniques d'assurance	169	136	16	190	187	164	119	73
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	197	125	19	187	185	161	118	72
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	-28	11	-3	2	2	2	1	1
= Autres variations résultant de la valeur financière nette	52	-19	-51	149	167	44	-1	-75
Compte de patrimoine financier								
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	331	329	371	400	406	411	364	355
Numéraire et dépôts	195	190	193	200	209	218	201	201
Titres d'OPCVM monétaires	95	88	102	123	125	125	107	99
Titres de créance ¹⁾	41	51	76	77	72	67	57	55
Actifs à long terme	5 649	6 039	6 044	6 542	6 636	6 761	6 757	6 877
Dépôts	612	605	611	604	594	594	595	590
Titres de créance	2 468	2 638	2 661	2 941	2 999	3 021	3 023	3 040
Crédits	434	467	479	487	488	488	485	487
Actions cotées	397	421	375	388	403	412	409	424
Actions non cotées et autres participations	412	415	420	438	429	432	432	437
Titres d'OPCVM	1 327	1 492	1 498	1 684	1 723	1 815	1 813	1 899
Actifs nets résiduels (+)	225	249	271	276	260	257	246	236
Passifs (-)								
Titres de créance	42	43	46	49	55	55	52	52
Crédits	285	297	305	319	289	306	305	299
Actions et autres participations	439	444	401	444	472	490	498	512
Provisions techniques d'assurance	5 582	5 999	6 130	6 383	6 469	6 581	6 578	6 642
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	4 798	5 185	5 315	5 549	5 638	5 733	5 730	5 793
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	784	814	816	834	830	848	848	849
= Valeur financière nette	-143	-165	-196	23	17	-3	-64	-37

Source : BCE

1) Titres d'une durée inférieure à deux ans émis par les IFM et titres d'une durée inférieure à un an émis par d'autres secteurs

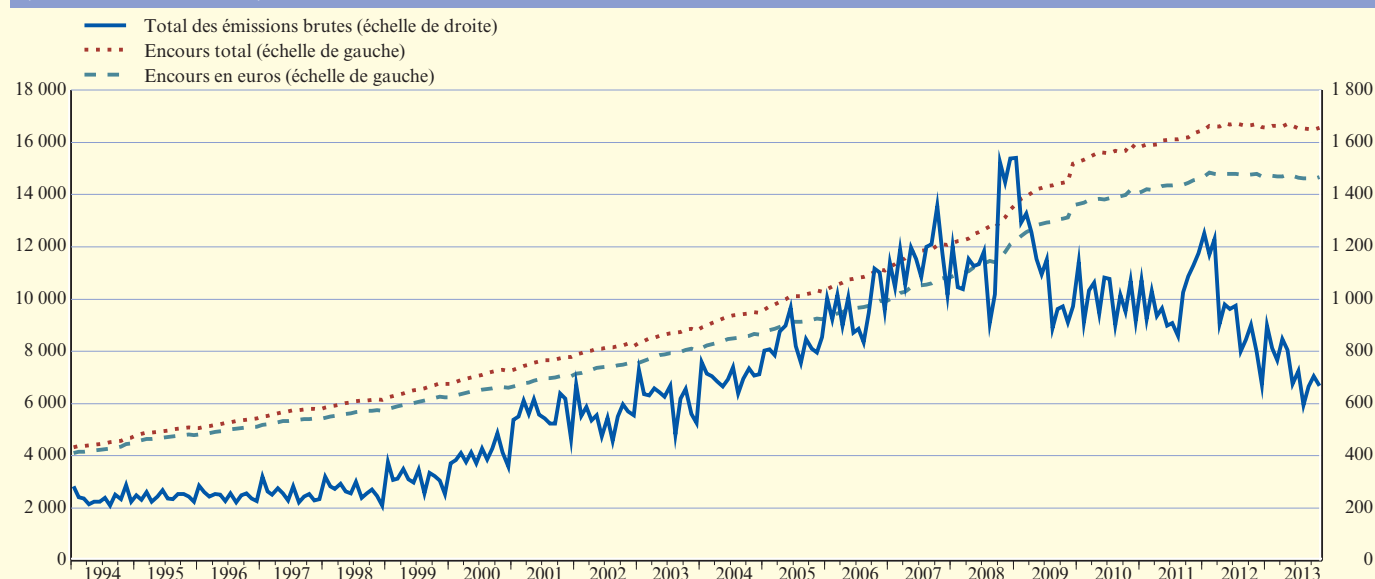


MARCHÉS FINANCIERS

4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises (montants en milliards d'euros et taux de croissance sur la période ; données cvs ; opérations durant le mois et encours en fin de période en valeur nominale)

	Total en euros ¹⁾			Par les résidents de la zone euro								
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			Toutes devises confondues				Données cvs ²⁾	
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Taux de croissance annuels	Émissions nettes	Taux de croissance semestriels
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2012 Novembre	17 083,3	720,2	27,2	14 793,3	680,6	27,0	16 698,3	795,4	46,9	2,7	-17,4	1,0
Décembre	17 000,4	631,6	-117,1	14 707,3	591,9	-120,1	16 581,1	673,8	-137,1	1,6	-34,5	0,2
2013 Janvier	16 994,6	816,6	-5,3	14 706,9	768,4	0,1	16 560,7	898,3	9,5	1,1	-13,5	-0,4
Février	17 004,2	706,7	-5,0	14 725,9	666,4	4,1	16 632,5	812,3	38,8	0,4	-20,8	-0,6
Mars	16 933,3	683,9	-68,5	14 701,1	634,9	-22,2	16 629,6	767,0	-17,9	-0,2	-14,4	-1,0
Avril	16 926,8	757,4	-6,8	14 688,6	708,7	-12,7	16 608,4	846,8	-5,9	-0,2	-11,7	-1,3
Mai	16 997,9	711,6	72,3	14 765,7	666,2	78,3	16 701,6	805,1	97,4	0,0	18,2	-0,9
Juin	16 935,1	601,5	-62,4	14 714,0	559,0	-51,2	16 634,5	676,0	-61,3	-0,2	-22,9	-0,8
Juillet	16 868,9	639,3	-65,9	14 642,4	590,6	-71,1	16 544,8	725,2	-78,2	-0,9	-55,6	-1,3
Août	16 844,0	515,3	-25,0	14 615,8	481,7	-26,8	16 528,6	593,8	-19,2	-0,7	16,2	-0,8
Septembre	16 858,4	604,5	14,8	14 612,1	554,2	-3,3	16 519,2	665,1	-2,2	-0,6	44,0	-0,1
Octobre	.	.	.	14 596,7	570,1	-6,6	16 482,5	706,2	-16,4	-0,9	-32,0	-0,4
Novembre	.	.	.	14 679,5	537,0	85,8	16 569,1	667,9	88,4	-0,6	22,2	-0,3
	Long terme											
2012 Novembre	15 703,1	219,1	52,7	13 491,6	194,3	45,0	15 159,3	222,5	59,0	3,5	1,8	2,4
Décembre	15 660,6	197,3	-64,4	13 447,1	173,3	-66,5	15 090,3	193,3	-78,0	2,5	-22,0	1,6
2013 Janvier	15 659,6	257,2	-0,7	13 447,2	227,0	0,4	15 060,3	259,9	-3,1	2,2	5,8	1,3
Février	15 662,0	230,2	-7,2	13 455,4	204,8	-1,7	15 110,2	244,8	23,6	1,3	-32,7	0,6
Mars	15 604,0	246,6	-55,3	13 452,3	216,4	-0,2	15 125,2	249,9	2,8	0,9	8,3	-0,1
Avril	15 601,2	247,5	-3,0	13 438,5	217,0	-14,0	15 109,9	248,7	-1,7	0,8	-8,5	-0,6
Mai	15 670,8	254,3	70,8	13 514,3	223,1	77,1	15 196,6	260,7	91,1	1,0	23,2	-0,3
Juin	15 649,6	208,0	-20,6	13 507,4	181,5	-6,3	15 174,7	201,1	-17,0	0,7	-9,8	-0,2
Juillet	15 578,1	204,5	-71,5	13 423,4	173,0	-83,8	15 073,0	195,1	-92,6	0,1	-53,2	-1,0
Août	15 570,9	117,0	-7,4	13 412,6	97,4	-10,9	15 069,1	112,4	-7,7	0,2	35,1	-0,1
Septembre	15 593,1	222,7	22,7	13 423,7	189,9	11,4	15 080,9	216,0	20,4	0,2	61,1	0,6
Octobre	.	.	.	13 428,7	197,7	12,9	15 072,5	230,0	9,9	0,0	-1,8	0,7
Novembre	.	.	.	13 519,6	207,4	92,6	15 177,4	237,2	106,4	0,4	46,6	1,0

G15 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro (montants en milliards d'euros)



Sources : BCE et BRI (pour les émissions par les non-résidents de la zone euro)

- 1) Total des émissions de titres autres que des actions, libellés en euros, par les résidents et les non-résidents de la zone euro
- 2) Pour plus de détails sur le calcul des taux de croissance, cf. les notes techniques. Les taux de croissance semestriels ont été annualisés.

4.2 Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments (montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois et encours en fin de période en valeur nominale)

1. Encours et émissions brutes

	Encours						Émissions brutes ¹⁾					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2011	16 415	5 516	3 174	883	6 217	625	1 001	609	98	63	191	39
2012	16 581	5 399	3 227	1 002	6 269	684	958	589	81	68	187	32
2012 T4	16 581	5 399	3 227	1 002	6 269	684	790	463	74	64	164	25
2013 T1	16 630	5 260	3 224	1 031	6 425	690	826	439	81	62	212	32
T2	16 634	5 121	3 237	1 039	6 559	678	776	408	65	67	202	34
T3	16 519	5 002	3 226	1 070	6 550	671	661	350	51	63	171	25
2013 Août	16 529	5 043	3 223	1 056	6 533	675	594	343	40	47	144	20
Septembre	16 519	5 002	3 226	1 070	6 550	671	665	316	55	74	191	29
Octobre	16 482	4 974	3 213	1 075	6 551	670	706	349	64	76	192	25
Novembre	16 569	4 968	3 225	1 084	6 617	675	668	319	54	69	196	31
	Court terme											
2011	1 595	702	101	80	634	77	748	511	47	54	107	29
2012	1 491	601	136	82	608	64	703	490	37	53	104	21
2012 T4	1 491	601	136	82	608	64	569	392	26	47	88	16
2013 T1	1 504	582	139	91	624	68	574	361	31	48	112	23
T2	1 460	558	134	90	624	54	539	337	25	52	102	23
T3	1 438	539	132	90	630	47	487	294	25	46	104	18
2013 Août	1 459	553	134	92	629	52	481	301	26	36	104	15
Septembre	1 438	539	132	90	630	47	449	251	25	52	104	18
Octobre	1 410	524	123	90	626	47	476	272	25	50	111	18
Novembre	1 392	513	124	87	616	51	431	250	21	44	95	21
	Long terme ²⁾											
2011	14 820	4 814	3 073	803	5 583	548	253	98	51	9	84	10
2012	15 090	4 798	3 091	920	5 660	621	254	99	45	16	83	12
2012 T4	15 090	4 798	3 091	920	5 660	621	222	70	47	18	77	9
2013 T1	15 125	4 678	3 085	940	5 801	621	252	78	50	14	100	9
T2	15 175	4 564	3 103	949	5 934	624	237	70	40	16	101	10
T3	15 081	4 463	3 094	980	5 920	624	175	56	26	17	67	8
2013 Août	15 069	4 490	3 089	964	5 903	623	112	42	14	10	40	6
Septembre	15 081	4 463	3 094	980	5 920	624	216	65	30	22	88	11
Octobre	15 073	4 450	3 090	984	5 925	623	230	77	39	26	81	7
Novembre	15 177	4 455	3 101	997	6 000	624	237	69	34	24	100	10
	<i>dont : long terme à taux fixe</i>											
2011	9 981	2 755	1 118	705	4 994	408	151	54	12	8	70	7
2012	10 520	2 809	1 295	821	5 151	444	165	54	18	15	71	7
2012 T4	10 520	2 809	1 295	821	5 151	444	142	35	21	17	64	6
2013 T1	10 656	2 763	1 347	839	5 257	450	165	41	25	12	80	7
T2	10 769	2 716	1 391	847	5 361	455	155	34	21	13	79	8
T3	10 756	2 668	1 414	871	5 350	454	124	32	14	14	58	5
2013 Août	10 725	2 678	1 405	858	5 332	453	77	23	7	8	36	3
Septembre	10 756	2 668	1 414	871	5 350	454	161	43	18	18	74	8
Octobre	10 770	2 660	1 421	884	5 351	454	169	48	20	22	73	6
Novembre	10 845	2 664	1 433	895	5 399	453	157	37	20	23	71	6
	<i>dont : long terme à taux variable</i>											
2011	4 341	1 789	1 806	94	513	139	85	37	32	1	11	3
2012	4 143	1 735	1 701	96	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 T4	4 143	1 735	1 701	96	437	175	70	30	25	1	10	4
2013 T1	4 023	1 662	1 640	97	453	170	69	30	22	1	13	3
T2	3 971	1 608	1 612	99	483	169	68	31	16	2	17	2
T3	3 909	1 582	1 578	105	475	169	41	20	11	3	4	2
2013 Août	3 919	1 593	1 583	103	471	169	27	15	5	2	1	3
Septembre	3 909	1 582	1 578	105	475	169	44	18	11	4	8	3
Octobre	3 885	1 577	1 565	96	478	168	51	25	18	3	4	1
Novembre	3 913	1 582	1 563	97	501	170	71	28	12	2	25	4

Source : BCE

1) Les données mensuelles pour les émissions brutes concernent les transactions effectuées au cours du mois. À des fins de comparaison, les données trimestrielles et annuelles concernent les moyennes mensuelles respectives.

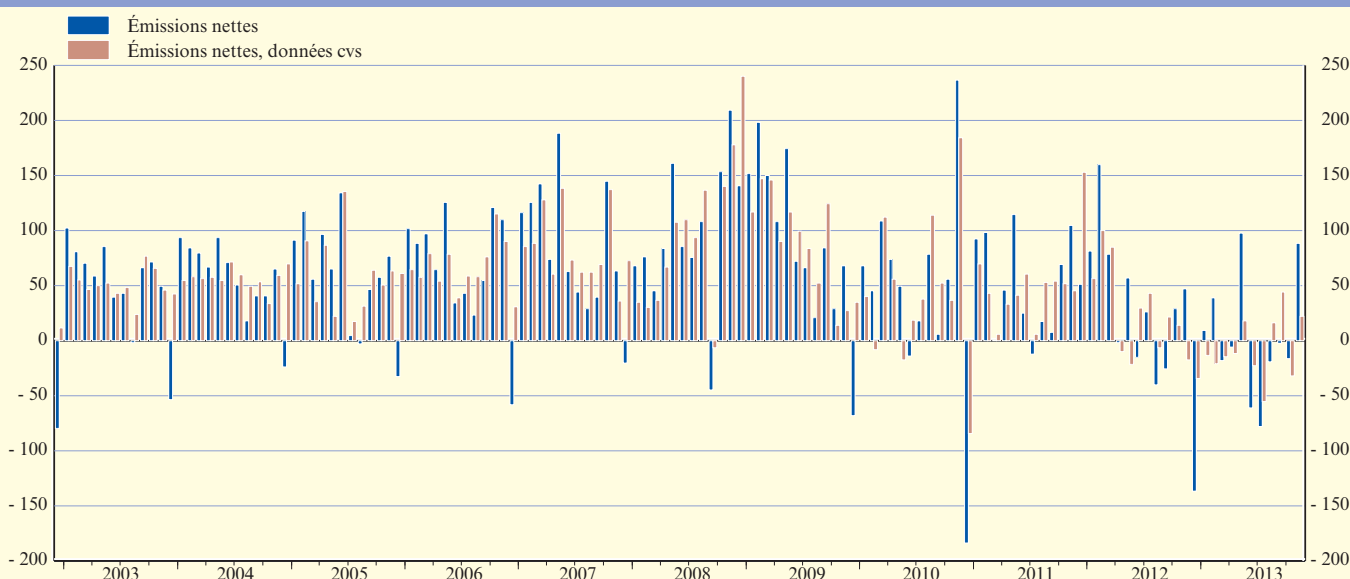
2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et celui des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable correspond aux obligations zéro coupon et aux effets de valorisation.

4.2 Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments
(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; opérations sur la période en valeur nominale)

2. Émissions nettes

	Données brutes ¹⁾						Données cvs ¹⁾					
	Total	IFM (Eurosysteme inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosysteme inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2011	51,2	22,1	-3,5	3,8	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	21,5	-8,1	3,0	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 T4	-20,4	-40,4	26,5	7,9	-9,5	-4,9	-12,8	-28,6	6,3	11,0	4,7	-6,2
2013 T1	10,1	-46,2	-6,1	9,2	51,8	1,5	-16,2	-60,9	1,5	6,7	35,8	0,7
T2	10,1	-41,0	5,3	3,7	45,4	-3,3	-5,5	-39,9	4,6	2,5	30,4	-3,0
T3	-33,2	-36,8	-3,0	11,1	-2,4	-2,1	1,5	-35,6	11,1	11,6	15,1	-0,6
2013 Août	-19,2	-24,7	-14,2	9,0	5,4	5,2	16,2	-29,4	4,2	14,6	18,3	8,6
Septembre	-2,2	-37,2	4,6	15,3	18,5	-3,5	44,0	-20,4	26,6	14,3	26,9	-3,3
Octobre	-16,4	-21,4	-9,8	13,9	1,2	-0,3	-32,0	-11,0	-30,1	11,7	0,1	-2,8
Novembre	88,4	-6,1	14,2	9,3	66,1	5,0	22,2	-10,6	-8,6	10,8	26,2	4,4
	Long terme											
2011	47,0	11,4	-2,1	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	31,3	0,5	1,1	10,3	15,3	4,2	-	-	-	-	-	-
2012 T4	6,6	-18,0	18,9	10,5	-4,1	-0,7	2,9	-7,7	0,9	11,3	-1,5	-0,1
2013 T1	7,8	-39,3	-5,8	6,2	46,7	0,0	-6,2	-46,9	1,4	5,9	34,9	-1,5
T2	24,1	-33,3	6,9	4,2	45,1	1,4	1,6	-39,3	7,0	3,2	31,0	-0,2
T3	-26,6	-30,9	-2,3	10,8	-4,4	0,1	14,3	-27,8	8,5	11,4	19,7	2,5
2013 Août	-7,7	-16,8	-13,7	9,4	9,8	3,6	35,1	-13,7	4,9	14,5	24,0	5,4
Septembre	20,4	-21,4	6,5	16,9	17,6	0,9	61,1	-11,4	22,1	13,2	34,8	2,3
Octobre	9,9	-8,3	-1,2	13,9	5,4	0,0	-1,8	-0,7	-19,4	12,1	5,6	0,7
Novembre	106,4	4,4	13,5	12,5	75,4	0,8	46,6	7,3	-9,2	12,7	36,0	-0,1

G16 Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs
(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois en valeur nominale)



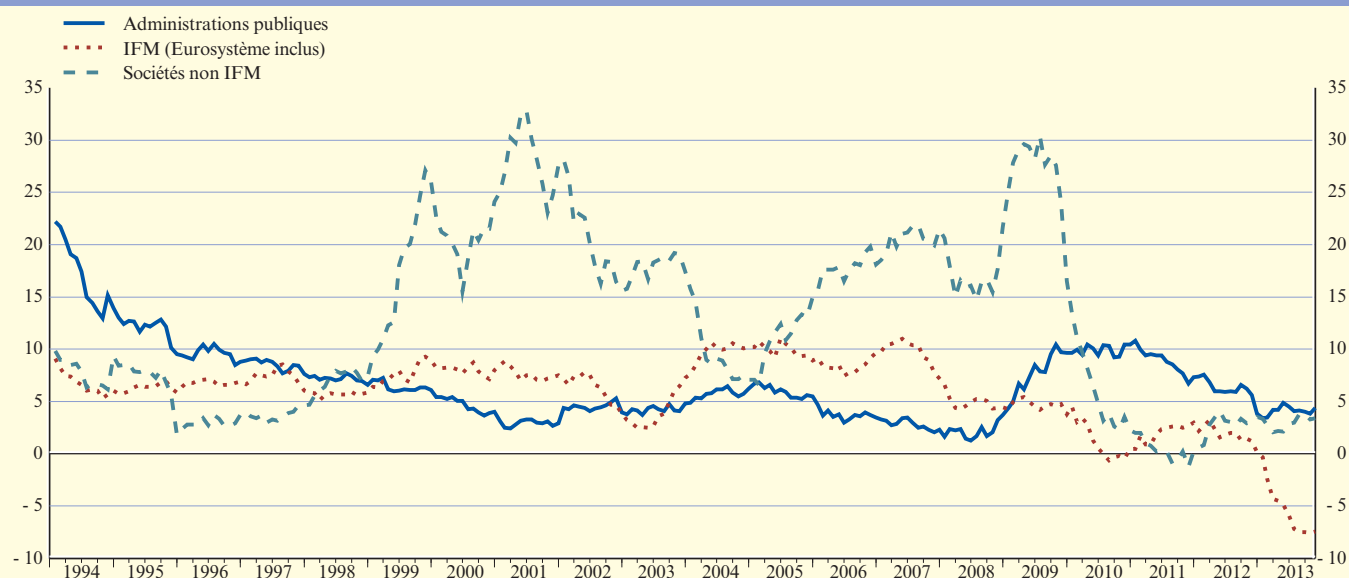
Source : BCE

1) Les données mensuelles pour les émissions nettes concernent les transactions effectuées au cours du mois. À des fins de comparaison, les données trimestrielles et annuelles concernent les moyennes mensuelles respectives.

4.3 Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro ¹⁾ (variations en pourcentage)

	Taux de croissance annuels (données brutes)						Taux de croissance semestriels (données cvs)					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
	1	2	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	7	8	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
	Total											
2012 Novembre	2,7	0,7	0,2	12,5	3,9	8,0	1,0	-1,0	-4,3	13,4	3,7	2,0
Décembre	1,6	-1,8	1,2	14,2	2,5	6,1	0,2	-3,7	-0,3	14,5	2,4	-3,7
2013 Janvier	1,1	-2,3	0,9	13,6	2,2	4,6	-0,4	-5,8	0,2	14,1	2,4	-4,0
Février	0,4	-4,4	0,9	13,2	2,6	0,4	-0,6	-8,4	2,8	13,5	3,3	-6,1
Mars	-0,2	-6,1	-0,6	12,6	3,6	-0,8	-1,0	-9,5	1,5	11,2	3,9	-4,7
Avril	-0,2	-6,2	-0,7	12,4	3,5	0,4	-1,3	-10,6	2,2	11,0	3,5	-2,7
Mai	0,0	-6,5	-0,5	10,8	4,5	-0,4	-0,9	-11,5	3,4	8,6	5,2	-2,8
Juin	-0,2	-7,3	0,4	9,9	4,4	-2,6	-0,8	-10,8	1,1	5,6	6,4	-2,1
Juillet	-0,9	-8,8	0,8	9,8	4,1	-4,7	-1,3	-11,6	1,4	5,7	5,9	-5,6
Août	-0,7	-9,2	1,7	10,3	4,2	-3,6	-0,8	-10,0	0,6	7,3	5,1	-1,4
Septembre	-0,6	-9,0	2,2	9,8	4,1	-3,8	-0,1	-8,5	2,9	8,4	4,3	-3,2
Octobre	-0,9	-9,0	1,3	10,0	3,8	-4,1	-0,4	-7,4	0,3	9,0	4,1	-5,0
Novembre	-0,6	-8,8	1,2	10,3	4,0	-2,6	-0,3	-6,0	-0,8	12,1	2,7	-2,2
	Long terme											
2012 Novembre	3,5	1,2	0,1	14,2	5,2	9,5	2,4	0,7	-4,0	18,1	4,6	7,0
Décembre	2,5	0,1	0,4	15,3	3,3	9,2	1,6	-1,1	-1,0	18,6	2,6	4,9
2013 Janvier	2,2	-0,3	0,3	14,9	2,9	8,6	1,3	-2,2	-0,4	18,0	2,5	3,8
Février	1,3	-2,4	-0,3	14,1	3,3	4,5	0,6	-4,9	0,5	15,8	3,2	1,0
Mars	0,9	-4,3	-0,9	13,1	4,3	2,9	-0,1	-6,6	0,5	11,9	3,6	-1,6
Avril	0,8	-4,5	-1,0	14,0	4,3	3,2	-0,6	-8,3	1,1	11,0	3,3	-0,1
Mai	1,0	-4,9	-0,8	12,8	5,1	2,9	-0,3	-10,0	2,5	7,9	5,5	-1,0
Juin	0,7	-5,9	0,3	12,1	4,8	1,6	-0,2	-10,5	1,6	6,0	7,1	-1,7
Juillet	0,1	-7,2	0,6	11,7	4,5	0,3	-1,0	-12,0	1,6	5,8	6,5	-3,1
Août	0,2	-7,5	1,4	12,0	4,5	0,7	-0,1	-10,1	2,4	8,4	5,8	0,3
Septembre	0,2	-7,5	1,8	10,7	4,4	0,3	0,6	-8,4	3,0	9,5	5,3	2,2
Octobre	0,0	-7,6	1,1	10,7	4,2	0,8	0,7	-6,8	1,1	10,4	5,1	1,7
Novembre	0,4	-7,4	1,1	11,0	4,8	0,4	1,0	-4,7	-0,2	14,3	4,1	1,7

G17 Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues (variations annuelles en pourcentage)



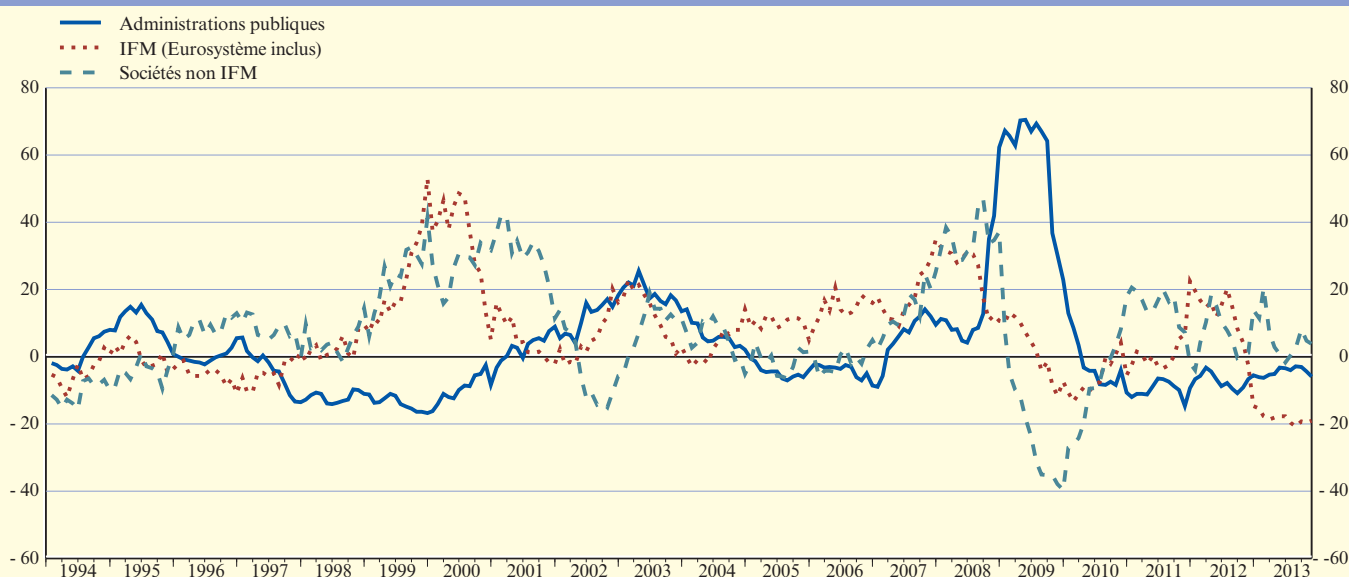
Source : BCE

1) Pour plus de détails sur le calcul des taux de croissance, cf. les notes techniques. Les taux de croissance semestriels ont été annualisés.

4.3 Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro ¹⁾ (suite)
(variations en pourcentage)

	Long terme à taux fixe						Long terme à taux variable					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
Toutes devises confondues												
2011	6,4	4,8	3,6	6,3	7,8	7,7	-0,9	-1,3	-6,1	-1,9	22,3	16,1
2012	5,4	4,1	2,4	10,5	5,9	7,3	-0,8	-0,2	-5,0	-0,3	6,6	23,3
2012 T4	5,6	2,9	3,9	15,5	5,9	6,8	-3,3	-0,7	-8,1	-0,2	-2,4	20,3
2013 T1	4,4	0,4	6,5	15,7	4,3	6,0	-6,8	-4,1	-10,6	-0,4	-7,6	7,8
T2	3,7	-3,3	7,8	14,5	5,0	4,5	-7,7	-6,7	-11,4	2,1	-1,8	-0,8
T3	3,1	-4,9	8,4	12,5	4,8	3,4	-8,2	-9,6	-9,7	6,6	-1,9	-5,4
2013 Juin	3,6	-4,0	8,4	13,2	5,1	3,9	-8,0	-8,5	-10,8	4,8	-0,6	-3,5
Juillet	3,2	-5,1	8,4	12,9	5,0	3,5	-8,8	-9,6	-10,1	5,1	-4,2	-6,7
Août	3,0	-5,1	8,7	12,7	4,6	3,3	-8,3	-10,0	-9,4	7,1	-2,2	-5,0
Septembre	2,7	-5,0	7,9	10,9	4,3	2,9	-7,4	-9,9	-8,5	10,4	2,0	-5,2
Octobre	2,6	-5,1	6,6	10,8	4,4	3,3	-7,6	-9,9	-8,4	10,6	-0,9	-4,9
Novembre	2,3	-4,8	6,1	10,9	3,9	2,1	-5,8	-9,8	-7,9	12,3	13,2	-3,2
En euros												
2011	6,5	4,0	3,8	6,7	8,1	7,3	-0,4	0,1	-6,7	-3,0	22,2	15,3
2012	5,6	4,6	2,1	10,8	6,0	7,2	-0,5	2,1	-6,6	-1,3	6,3	22,9
2012 T4	5,7	3,3	3,3	16,4	6,0	6,3	-3,3	1,5	-10,2	-0,7	-2,9	20,5
2013 T1	4,2	0,1	4,8	17,6	4,4	5,3	-7,0	-2,8	-12,3	-0,2	-8,4	7,9
T2	3,5	-4,0	5,4	16,4	5,0	4,4	-7,9	-5,9	-12,7	3,7	-2,4	-1,4
T3	2,8	-5,9	5,8	14,1	4,8	3,8	-8,6	-9,7	-10,6	7,7	-2,3	-5,8
2013 Juin	3,3	-4,9	5,3	15,1	5,1	3,9	-8,4	-8,2	-12,1	5,7	-1,0	-4,1
Juillet	3,0	-6,1	5,9	14,7	5,1	4,1	-9,0	-9,7	-10,7	6,6	-4,5	-7,2
Août	2,8	-6,1	6,2	14,1	4,7	3,9	-8,7	-10,2	-10,2	8,5	-2,7	-5,4
Septembre	2,3	-6,3	5,3	12,1	4,4	2,8	-7,8	-10,2	-9,3	10,7	1,7	-5,6
Octobre	2,3	-6,0	4,3	11,5	4,4	3,6	-8,0	-10,4	-8,9	12,5	-1,4	-5,4
Novembre	2,1	-5,8	4,2	11,6	3,9	2,2	-6,1	-10,4	-8,4	12,0	13,5	-3,5

G18 Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues
(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

1) Les variations annuelles en pourcentage des données mensuelles sont des données de fin de mois, tandis que celles des données trimestrielles et annuelles se rapportent à la variation annuelle en moyenne sur la période. Cf. les notes techniques pour plus de détails

4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; valeurs de marché)

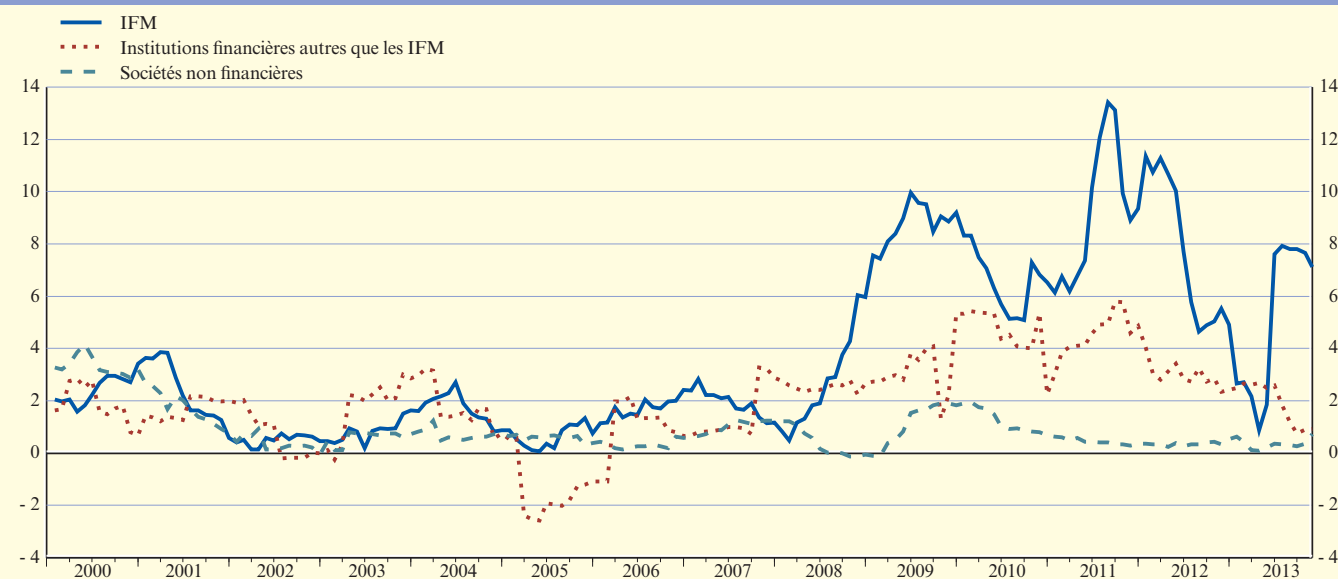
1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières	
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Novembre	3 866,8	106,0	1,5	329,8	8,9	271,6	4,6	3 265,3	0,3
Décembre	3 878,6	106,1	1,6	339,3	9,3	270,8	4,9	3 268,5	0,4
2012 Janvier	4 091,7	106,3	1,7	375,5	11,4	298,1	4,0	3 418,2	0,4
Février	4 257,8	106,3	1,5	394,7	10,7	311,3	3,1	3 551,9	0,3
Mars	4 241,7	106,4	1,5	373,1	11,3	311,1	2,8	3 557,5	0,3
Avril	4 067,5	106,5	1,4	327,3	10,7	292,0	3,1	3 448,2	0,2
Mai	3 761,8	106,5	1,5	280,9	10,0	265,1	3,4	3 215,8	0,4
Juin	3 924,4	106,6	1,1	317,6	7,7	284,7	2,8	3 322,1	0,3
Juillet	4 050,4	106,8	1,0	309,9	5,8	291,8	2,7	3 448,7	0,3
Août	4 175,1	106,8	0,9	349,7	4,6	309,1	3,2	3 516,4	0,3
Septembre	4 231,4	106,9	0,9	365,0	4,9	323,6	2,7	3 542,9	0,4
Octobre	4 308,1	107,0	1,0	383,6	5,0	333,4	2,9	3 591,1	0,4
Novembre	4 396,1	106,9	0,9	395,7	5,5	342,0	2,3	3 658,4	0,3
Décembre	4 500,0	107,2	1,0	402,4	4,9	357,0	2,4	3 740,6	0,5
2013 Janvier	4 654,9	107,3	0,9	441,6	2,7	370,3	2,5	3 843,0	0,6
Février	4 639,5	107,1	0,8	416,1	2,7	364,2	2,7	3 859,2	0,4
Mars	4 641,5	106,9	0,5	380,4	2,2	368,7	2,6	3 892,4	0,1
Avril	4 743,8	106,8	0,3	410,5	0,9	394,6	2,7	3 938,7	0,1
Mai	4 860,4	107,1	0,5	440,6	1,9	407,6	2,5	4 012,2	0,2
Juin	4 660,2	107,9	1,2	413,9	7,6	394,2	2,6	3 852,1	0,4
Juillet	4 900,0	108,0	1,1	447,0	7,9	418,3	1,8	4 034,6	0,3
Août	4 888,3	107,9	1,1	461,9	7,8	415,8	1,2	4 010,6	0,3
Septembre	5 132,8	107,9	1,0	492,2	7,8	427,3	0,7	4 213,3	0,3
Octobre	5 407,0	108,1	1,1	557,2	7,7	444,7	0,9	4 405,1	0,4
Novembre	5 498,2	108,4	1,3	562,8	7,1	454,3	0,9	4 481,1	0,7

G19 Taux de croissance annuels des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

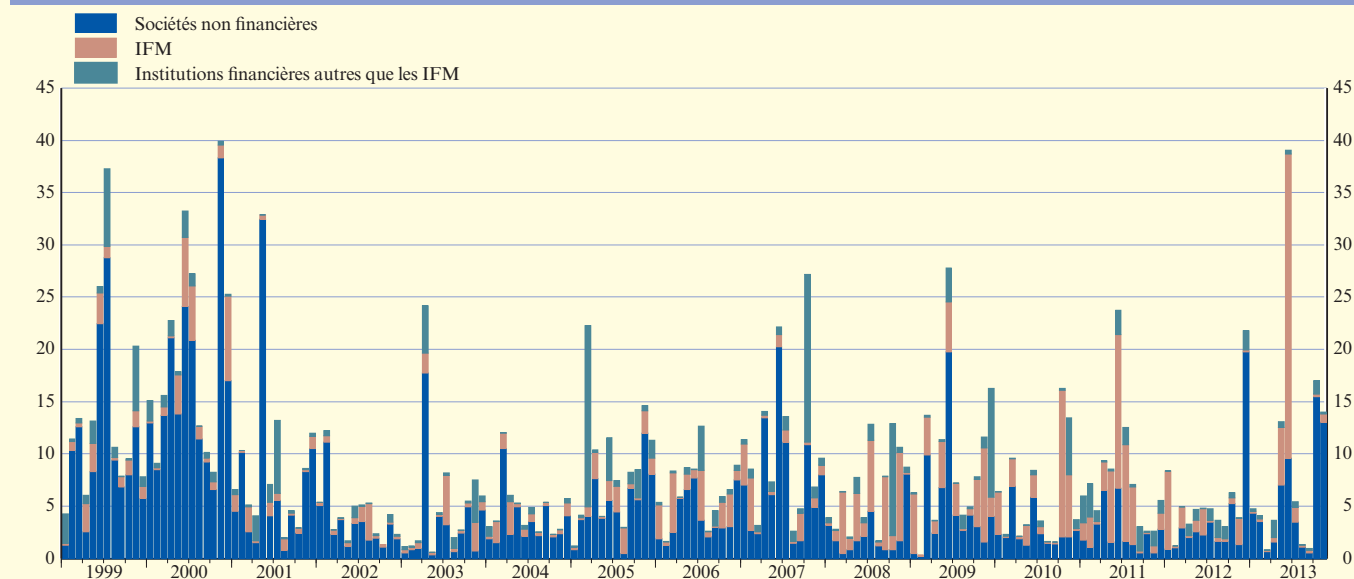
1) Pour plus de détails sur le calcul de l'indice et des taux de croissance, cf. les notes techniques

4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro
(montants en milliards d'euros ; valeurs de marché)

2. Opérations durant le mois

	Total			IFM			Institutions financières autres que les IFM			Sociétés non financières		
	Émissions brutes 1	Remboursements 2	Émissions nettes 3	Émissions brutes 4	Remboursements 5	Émissions nettes 6	Émissions brutes 7	Remboursements 8	Émissions nettes 9	Émissions brutes 10	Remboursements 11	Émissions nettes 12
2011 Novembre	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,6	1,5	-1,0
Décembre	5,5	1,1	4,4	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,1	1,7
2012 Janvier	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,6
Février	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
Mars	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Avril	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
Mai	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Juin	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Juillet	4,7	0,3	4,4	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,5	0,3	3,2
Août	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
Septembre	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
Octobre	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
Novembre	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Décembre	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	10,8	8,9
2013 Janvier	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Février	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mars	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Avril	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
Mai	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
Juin	39,0	1,7	37,3	29,2	0,0	29,1	0,3	0,1	0,3	9,6	1,7	7,9
Juillet	5,4	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
Août	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
Septembre	0,8	1,7	-0,9	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,5	1,1	-0,5
Octobre	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
Novembre	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0

G20 Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs
(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois ; valeurs de marché)



4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro ¹⁾

(en pourcentage annuel ; encours en fin de période ; contrats nouveaux en moyenne sur la période, sauf indication contraire)

1. Taux d'intérêt appliqués aux dépôts (contrats nouveaux)

	Dépôts à vue	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières			Pensions	
		Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis ²⁾		Dépôts à vue	Dépôts à terme			
		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans		> à 2 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2013 Janvier	0,37	2,61	2,37	2,42	1,53	1,53	0,39	1,09	2,00	2,16	1,17
Février	0,36	2,44	2,23	2,29	1,39	1,47	0,40	1,05	1,99	2,08	0,63
Mars	0,36	2,29	2,17	2,28	1,37	1,43	0,40	0,93	1,85	1,99	1,00
Avril	0,34	2,33	2,10	2,25	1,36	1,36	0,38	0,96	1,70	1,90	0,68
Mai	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,30	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
Juin	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,27	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72
Juillet	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,37	0,82	1,63	1,78	0,88
Août	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,22	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51
Septembre	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56
Octobre	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,14	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29
Novembre	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,10	0,34	0,75	1,57	1,73	0,47
Décembre	0,29	1,59	1,66	1,90	1,11	1,07	0,34	0,78	1,52	1,63	0,71

2. Taux d'intérêt appliqués aux prêts aux ménages (contrats nouveaux)

	Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de créances sur cartes de crédit ³⁾	Prêts à la consommation			TAEG ⁴⁾	Prêts au logement			TAEG ⁴⁾	Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes			
			Par périodes de fixation initiale du taux				Par périodes de fixation initiale du taux				Par périodes de fixation initiale du taux			
			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans		Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et > à 10 ans		Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2013 Janvier	7,97	17,06	5,77	6,11	7,88	7,27	2,87	3,17	3,03	3,35	3,34	3,19	4,06	3,08
Février	7,97	17,04	5,89	6,03	7,83	7,25	2,88	3,17	3,05	3,35	3,35	3,16	4,07	3,21
Mars	7,95	17,06	5,86	5,98	7,75	7,15	2,86	3,19	3,13	3,34	3,38	3,16	4,16	3,17
Avril	7,93	17,08	5,74	5,92	7,75	7,06	2,87	3,13	3,06	3,34	3,38	3,26	3,97	3,11
Mai	7,91	17,08	6,00	6,09	7,71	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14
Juin	7,84	17,03	5,85	6,02	7,56	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,08	3,01
Juillet	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18
Août	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15
Septembre	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16
Octobre	7,67	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
Novembre	7,64	16,96	5,81	6,05	7,74	7,20	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19
Décembre	7,63	16,94	5,58	6,20	7,42	7,04	2,78	3,01	3,15	3,31	3,37	3,07	3,85	3,05

3. Taux d'intérêt appliqués aux prêts aux sociétés non financières (contrats nouveaux)

	Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts d'un montant ≤ à 250 000 euros par périodes de fixation initiale du taux					Autres prêts d'un montant > à 1 million d'euros par périodes de fixation initiale du taux						
		Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans	Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013 Janvier	4,22	4,68	4,70	4,03	4,16	3,62	3,68	2,09	2,88	3,32	4,29	2,92	3,02
Février	4,21	4,70	4,69	4,05	4,25	3,70	3,66	2,02	2,85	3,13	4,42	2,93	3,14
Mars	4,17	4,56	4,71	4,11	4,25	3,75	3,61	2,01	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
Avril	4,17	4,78	4,73	4,16	4,07	3,62	3,58	2,14	2,77	3,21	4,16	3,00	2,94
Mai	4,14	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,10	2,71	3,21	3,52	2,68	2,79
Juin	4,15	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
Juillet	4,12	4,65	4,82	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,72	2,72	2,82	2,98	3,17
Août	4,10	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
Septembre	4,12	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
Octobre	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
Novembre	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
Décembre	4,11	4,53	4,49	4,20	4,20	3,43	3,41	2,18	2,74	2,69	2,81	2,82	3,13

Source : BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Pour cette catégorie d'instruments, les ménages et les sociétés non financières sont fusionnés et affectés au secteur des ménages ; en effet, les encours correspondant aux sociétés non financières sont négligeables comparés à ceux du secteur des ménages dans l'ensemble des États membres participants.
- 3) Les facilités de remboursement différé sur cartes de crédit (crédits accordés à un taux d'intérêt de 0% au cours de la période de facturation) sont exclues de cette catégorie d'instrument.
- 4) Le taux annuel effectif global (TAEG) correspond au coût total d'un prêt. Ce coût total comprend, outre le taux d'intérêt, tous les autres coûts afférents au prêt tels que les frais de recherche de renseignements, frais administratifs, frais de préparation des documents et garanties.

4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro ¹⁾ *
(en pourcentage annuel ; encours en fin de période ; contrats nouveaux en moyenne sur la période sauf indication contraire)

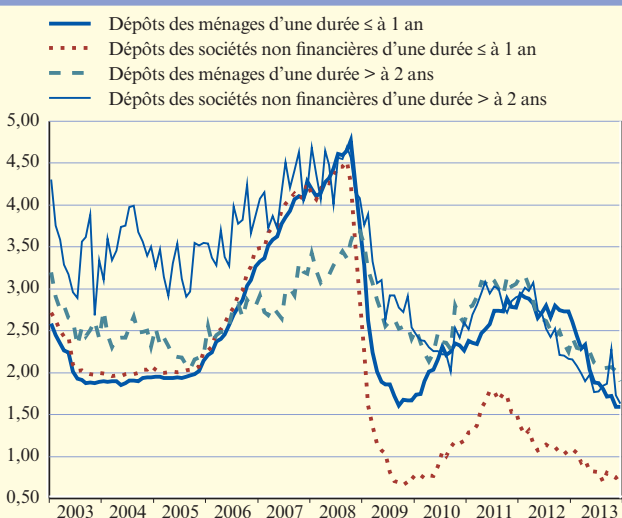
4. Taux d'intérêt appliqués aux dépôts (encours)

	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières			Pensions
	Dépôts à vue ²⁾	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis ^{2) 3)}		Dépôts à vue ²⁾	Dépôts à terme		
		≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 2 ans	> à 2 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 Janvier	0,37	2,58	2,71	1,53	1,53	0,39	1,75	2,88	2,32
Février	0,36	2,58	2,75	1,39	1,47	0,40	1,72	2,93	1,99
Mars	0,36	2,53	2,70	1,37	1,43	0,40	1,65	2,89	2,18
Avril	0,34	2,47	2,70	1,36	1,36	0,38	1,60	2,83	1,99
Mai	0,33	2,41	2,67	1,31	1,30	0,38	1,57	2,79	1,62
Juin	0,32	2,36	2,67	1,30	1,27	0,38	1,51	2,80	1,72
Juillet	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,66
Août	0,30	2,22	2,63	1,15	1,22	0,37	1,44	2,82	1,50
Septembre	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,84	1,66
Octobre	0,29	2,09	2,60	1,13	1,14	0,34	1,34	2,83	1,35
Novembre	0,29	2,02	2,60	1,12	1,10	0,34	1,32	2,84	1,34
Décembre	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,06

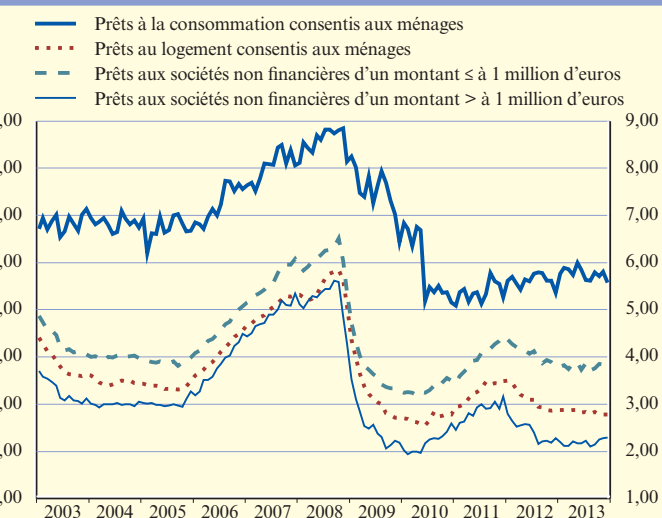
5. Taux d'intérêt appliqués aux prêts (encours)

	Prêts aux ménages					Prêts aux sociétés non financières			
	Prêts au logement d'une durée			Prêts à la consommation et autres prêts d'une durée		D'une durée			
	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 Janvier	3,46	3,36	3,52	7,76	6,21	4,89	3,73	3,26	3,17
Février	3,45	3,35	3,51	7,77	6,24	4,91	3,72	3,26	3,19
Mars	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,69	3,25	3,16
Avril	3,49	3,33	3,49	7,74	6,19	4,88	3,67	3,25	3,15
Mai	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13
Juin	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14
Juillet	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14
Août	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
Septembre	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13
Octobre	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12
Novembre	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12
Décembre	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14

G21 Nouveaux dépôts à terme
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)



G22 Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)



Source : BCE

* Pour la source des données du tableau et les notes de bas de page correspondantes, cf. p. S42

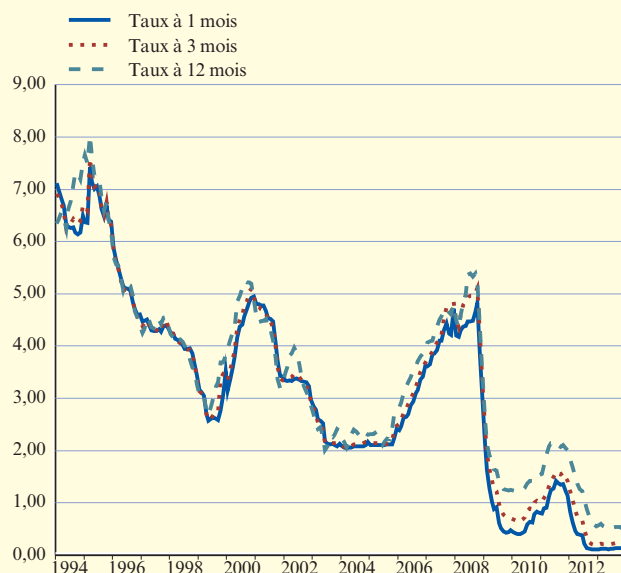
4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

	Zone euro ^{1), 2)}					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia) 1	Dépôts à 1 mois (Euribor) 2	Dépôts à 3 mois (Euribor) 3	Dépôts à 6 mois (Euribor) 4	Dépôts à 12 mois (Euribor) 5	Dépôts à 3 mois (Libor) 6	Dépôts à 3 mois (Libor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2012 T4	0,08	0,11	0,20	0,37	0,60	0,32	0,19
2013 T1	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
T2	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
T3	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
T4	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2013 Janvier	0,07	0,11	0,20	0,34	0,58	0,30	0,17
Février	0,07	0,12	0,22	0,36	0,59	0,29	0,16
Mars	0,07	0,12	0,21	0,33	0,54	0,28	0,16
Avril	0,08	0,12	0,21	0,32	0,53	0,28	0,16
Mai	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
Juin	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Juillet	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
Août	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
Septembre	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
Octobre	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
Novembre	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Décembre	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 Janvier	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14

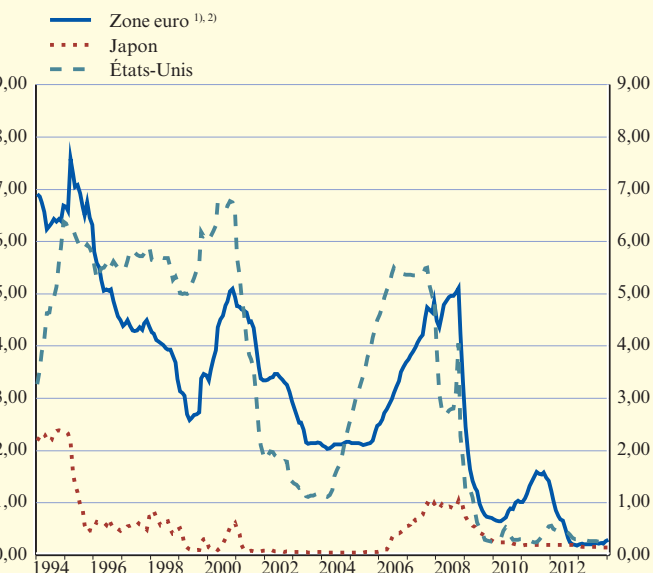
G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro ^{1), 2)}

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE

- 1) Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

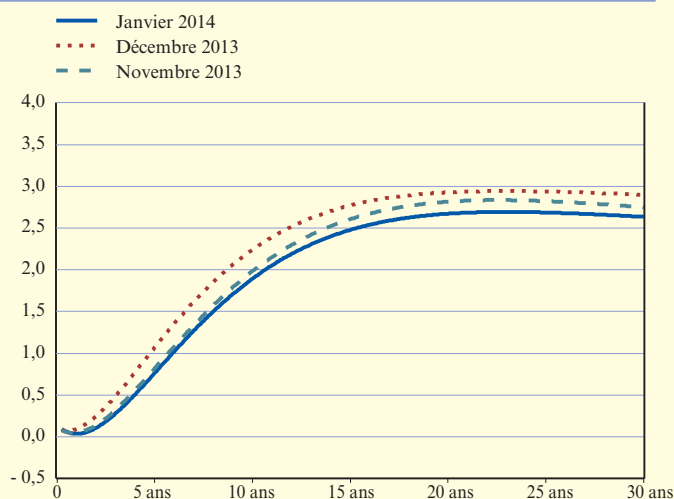
4.7 Courbes des taux de la zone euro ¹⁾

(obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro ; données de fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écarts en points de pourcentage)

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2012 T4	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013 T1	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
T2	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
T3	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
T4	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 Janvier	0,07	0,15	0,32	0,99	1,45	2,02	1,95	1,71	0,28	0,70	2,18	3,62
Février	0,03	0,01	0,10	0,74	1,24	1,88	1,86	1,78	0,05	0,38	1,99	3,72
Mars	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
Avril	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28
Mai	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
Juin	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Juillet	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
Août	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
Septembre	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Octobre	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
Novembre	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Décembre	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Janvier	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61

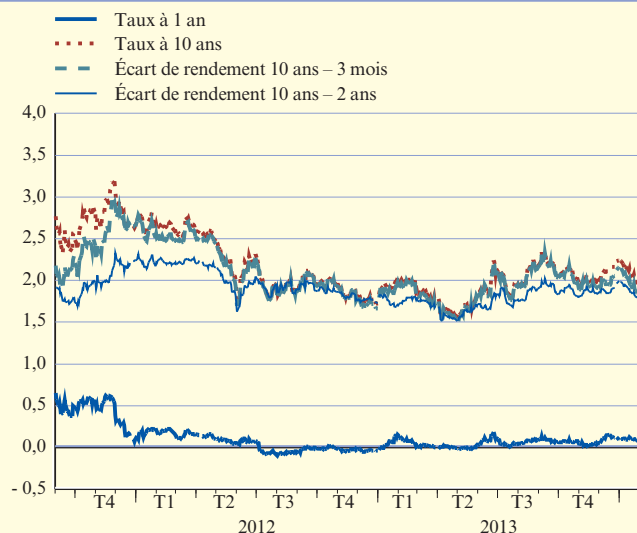
G25 Courbes des taux au comptant de la zone euro ²⁾

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)



G26 Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro ²⁾

(données quotidiennes ; taux en pourcentage annuel ; écarts de rendement en points de pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur les données sous-jacentes fournies par EuroMTS et notations fournies par Fitch Ratings

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Les données se rapportent aux emprunts publics de la zone euro notés AAA.

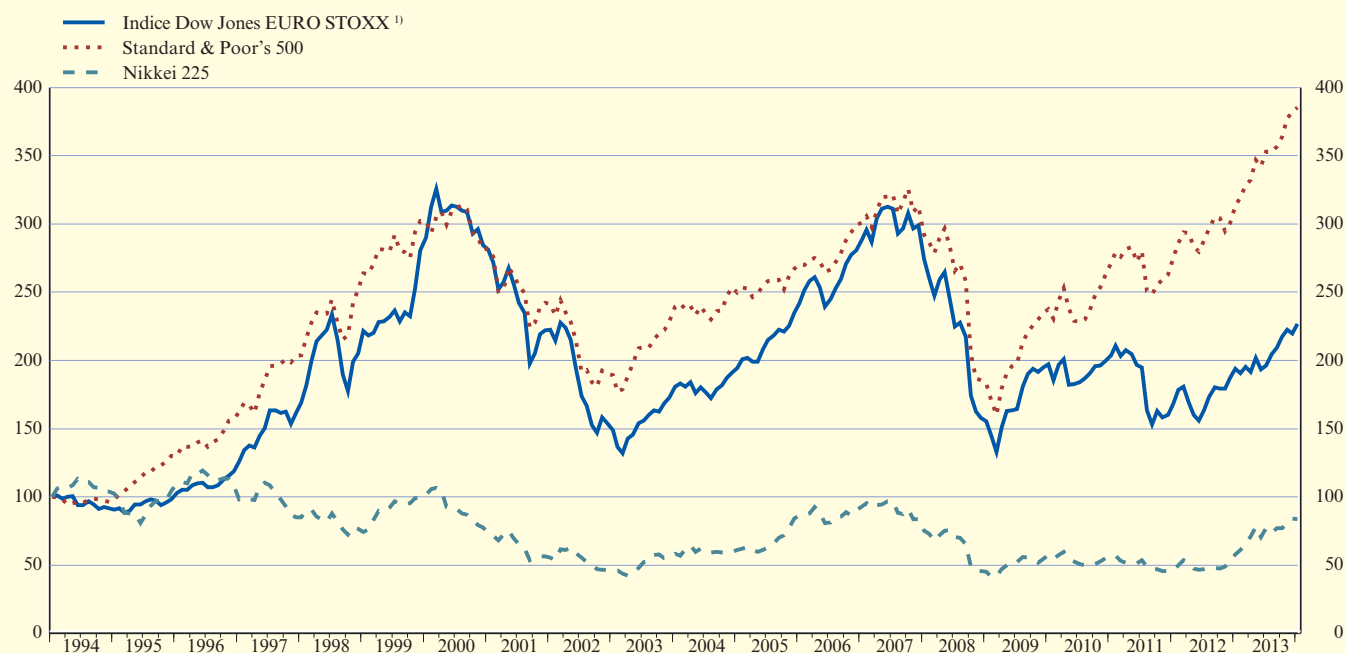
4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx ¹⁾												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	256,0	2 611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1 267,6	9 425,4
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2012 T4	252,0	2 543,3	536,8	163,6	407,4	310,5	133,0	347,7	231,6	232,0	245,4	570,7	1 418,1	9 208,6
2013 T1	268,2	2 676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1 514,0	11 457,6
T2	271,8	2 696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1 609,5	13 629,3
T3	282,1	2 782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1 674,9	14 127,7
T4	304,9	3 017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1 768,7	14 951,3
2013 Janvier	269,1	2 715,3	568,4	176,4	434,1	319,7	148,6	373,9	255,3	228,5	251,7	588,6	1 480,4	10 750,9
Février	264,7	2 630,4	561,0	180,7	439,1	301,4	143,2	372,7	256,0	218,5	231,1	586,7	1 512,3	11 336,4
Mars	270,8	2 680,2	576,6	187,2	457,1	307,4	140,1	388,2	260,6	221,0	240,2	626,1	1 550,8	12 244,0
Avril	265,9	2 636,3	560,9	187,0	449,8	299,6	136,0	374,1	250,5	225,2	238,6	650,8	1 570,7	13 224,1
Mai	280,2	2 785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1 639,8	14 532,4
Juin	268,3	2 655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1 618,8	13 106,6
Juillet	272,4	2 686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1 668,7	14 317,5
Août	284,2	2 803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1 670,1	13 726,7
Septembre	290,6	2 864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1 687,2	14 372,1
Octobre	301,4	2 988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1 720,0	14 329,0
Novembre	308,7	3 056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1 783,5	14 931,7
Décembre	304,7	3 010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1 807,8	15 655,2
2014 Janvier	314,7	3 092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1 822,4	15 578,3

G27 Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225

(base : janvier 1994 = 100 ; moyennes mensuelles)



Source : BCE

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales



PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

5.1 IPCH, autres prix et coûts (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

1. Indice des prix à la consommation harmonisé¹⁾

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés ²⁾	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transformés	Produits alimen- taires non transformés	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie											
% du total en 2012	100,0	100,0	81,7	57,7	42,3	100,0	12,0	7,3	27,4	11,0	42,3	87,7	12,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,6
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2012 T4	116,7	2,3	1,6	2,7	1,7	0,4	0,7	1,8	0,3	-0,1	0,3	2,0	4,1
2013 T1	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,6	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,1
T2	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,4	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,2
T3	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,5	0,7	0,5	0,0	1,0	0,6	1,3	1,7
T4	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,0	0,0	-1,1	0,1	0,7	1,3
2013 Août	117,1	1,3	1,3	1,2	1,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,1	1,3	1,9
Septembre	117,7	1,1	1,2	0,9	1,4	0,0	0,1	-1,0	0,0	0,5	0,0	1,0	1,6
Octobre	117,6	0,7	1,0	0,4	1,2	-0,2	0,1	-0,6	0,0	-1,2	-0,1	0,6	1,3
Novembre	117,5	0,9	1,1	0,4	1,4	0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,8	0,3	0,8	1,3
Décembre	117,9	0,8	0,9	0,7	1,0	0,1	0,1	1,0	0,1	0,6	-0,2	0,8	1,4
2014 Janvier ³⁾	116,5	0,7	.	.	1,1	.	.	.	.	0,0	.	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 2012	19,4	12,0	7,3	38,3	27,4	11,0	10,3	6,0	7,2	3,1	14,7	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2012 T4	3,1	2,4	4,3	2,5	1,1	6,3	1,8	1,5	3,1	-3,8	2,1	1,9
2013 T1	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
T2	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
T3	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
T4	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2013 Août	3,2	2,5	4,4	0,2	0,4	-0,3	1,8	1,8	2,3	-4,3	2,2	0,8
Septembre	2,6	2,4	2,9	0,0	0,4	-0,9	1,7	1,5	2,4	-3,6	2,2	0,9
Octobre	1,9	2,2	1,4	-0,3	0,3	-1,7	1,7	1,4	2,0	-4,0	1,9	0,4
Novembre	1,6	2,0	0,9	-0,1	0,2	-1,1	1,7	1,4	1,9	-3,3	2,5	0,5
Décembre	1,8	2,0	1,5	0,2	0,3	0,0	1,7	1,4	1,4	-3,4	1,5	0,5
2014 Janvier ³⁾	1,7	.	.	.	0,2	-1,2	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Ces statistiques expérimentales ne peuvent fournir qu'une mesure approximative de l'administration des prix, les variations des prix administrés ne pouvant être totalement isolées d'autres influences. Pour une note expliquant la méthodologie utilisée dans le calcul de cet indicateur, se reporter au site internet d'Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>)
- 3) Estimation basée sur des données nationales provisoires couvrant généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur les premières informations concernant les prix de l'énergie

5.1 IPCH, autres prix et coûts

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

2. Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier résidentiel ¹⁾

	Prix à la production hors construction											Construc- tion ²⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ³⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ³⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Secteur manufac- turier	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
				Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation							
							Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables					
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,3	
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,8	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,7	-0,2	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,7	.	.	.	
2012 T4	109,2	2,4	1,9	1,6	1,3	0,8	2,5	1,2	2,7	4,5	1,3	-2,3	-1,2	
2013 T1	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,8	-2,8	-1,4	
T2	108,2	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,4	-0,9	
T3	108,3	-0,6	-0,3	0,2	-1,1	0,6	1,8	0,6	1,9	-2,7	0,4	-1,4	-0,2	
T4	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	0,9	-3,0	.	.	.	
2013 Juillet	108,3	0,0	0,3	0,5	-0,6	0,5	2,0	0,6	2,2	-1,5	-	-	-	
Août	108,3	-0,9	-0,4	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-3,7	-	-	-	
Septembre	108,5	-0,9	-0,8	-0,1	-1,6	0,6	1,5	0,7	1,6	-2,9	-	-	-	
Octobre	108,0	-1,3	-1,1	-0,3	-1,8	0,5	1,0	0,6	1,1	-3,6	-	-	-	
Novembre	107,9	-1,2	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,8	0,6	0,9	-3,3	-	-	-	
Décembre	108,1	-0,8	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,6	0,9	-2,0	-	-	-	

3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole ⁴⁾ (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Total	Déflateur du PIB ¹⁾				Exporta- tions ⁷⁾	Importa- tions ⁷⁾
		Pondération fondée sur les importations ⁵⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ⁶⁾					Demande intérieure					
		Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe		
% du total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,5	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,7	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,9	1,3	1,6	2,1	1,1	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,2	-10,5	-7,0	-7,3	-7,3	-7,3	.	.	.	.	.	.	.	.
2012 T4	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,4	1,4	1,5	1,8	0,5	0,9	1,4	1,7
2013 T1	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,1	1,6	1,4	1,3	1,7	0,4	0,2	-0,3
T2	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,6	1,2	1,2	0,9	0,1	-0,1	-1,1
T3	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,6	1,3	1,0	1,2	0,9	0,2	-0,8	-1,7
T4	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 Août	82,6	-12,9	-20,6	-8,7	-12,2	-15,9	-8,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Septembre	83,0	-12,9	-18,8	-9,7	-12,1	-13,7	-10,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Octobre	80,0	-12,2	-17,3	-9,6	-10,9	-12,0	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Novembre	80,0	-11,7	-16,5	-9,2	-11,3	-12,9	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Décembre	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2014 Janvier	78,8	-9,3	-11,3	-8,3	-8,9	-8,3	-9,5	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (colonne 7 du tableau 2 de la section 5.1 et colonnes 8 à 15 du tableau 3 de la section 5.1), calculs de la BCE effectués à partir des données de Thomson Reuters (colonne 1 du tableau 3 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 12 du tableau 2 de la section 5.1 et colonnes 2 à 7 du tableau 3 de la section 5.1)

1) Les données se rapportent à l'Euro 18.

2) Prix des consommations intermédiaires pour la construction résidentielle

3) Données expérimentales fondées sur des sources nationales non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en> pour plus de détails)

4) Brent Blend (livraison à terme à un mois)

5) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la structure des importations de la zone euro sur la période 2004-2006

6) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la demande intérieure (production intérieure plus importations moins exportations) de la zone euro sur la période 2004-2006
Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en> pour plus de détails)

7) Les déflateurs des importations et des exportations concernent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.

5.1 IPCH, autres prix et coûts ¹⁾
(variations annuelles en pourcentage)

4. Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail
(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total (indice : 2005 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre ²⁾												
2011	110,6	0,8	0,5	0,6	1,3	0,7	0,3	-0,4	0,9	3,1	0,2	1,5
2012	112,7	1,9	4,3	2,6	2,6	1,7	3,4	1,3	0,7	2,5	0,7	2,1
2012 T4	113,4	1,8	5,9	2,7	3,3	2,2	5,4	-0,4	-0,6	2,6	-0,2	2,7
2013 T1	114,0	1,8	2,8	2,7	0,5	2,4	3,7	-0,2	-1,0	2,1	1,0	2,3
T2	113,9	1,2	2,4	2,1	0,1	1,9	3,3	1,0	-0,3	1,2	0,2	1,8
T3	114,1	1,1	2,6	2,4	1,2	0,8	4,3	0,6	0,1	0,3	0,2	1,4
Rémunération par tête												
2011	114,5	2,2	3,1	3,5	3,6	1,8	2,9	1,5	2,8	3,0	1,1	1,8
2012	116,6	1,8	1,4	2,5	3,1	1,7	2,5	1,1	1,9	2,5	1,1	1,6
2012 T4	117,1	1,5	1,2	2,6	3,0	1,4	2,3	1,4	1,2	2,1	0,2	1,2
2013 T1	118,0	1,7	2,8	2,5	0,8	1,2	1,4	1,7	1,3	2,0	1,6	1,1
T2	118,4	1,6	2,0	2,6	1,9	1,4	1,3	1,3	2,8	2,1	1,0	1,3
T3	118,7	1,6	3,0	3,1	2,5	1,1	1,2	0,8	1,5	1,6	1,0	1,5
Productivité par personne employée ³⁾												
2011	103,5	1,4	2,6	2,9	2,3	1,1	2,6	1,9	1,8	-0,1	0,8	0,3
2012	103,5	0,0	-2,8	-0,1	0,5	0,1	-0,9	-0,2	1,2	0,0	0,4	-0,5
2012 T4	103,3	-0,3	-4,4	0,0	-0,3	-0,8	-3,0	1,8	1,8	-0,5	0,4	-1,5
2013 T1	103,6	-0,2	-0,1	-0,2	0,3	-1,1	-2,2	1,9	2,3	0,0	0,6	-1,1
T2	103,9	0,4	-0,4	0,5	1,8	-0,5	-1,9	0,3	3,1	0,9	0,7	-0,4
T3	104,1	0,5	0,4	0,7	1,3	0,2	-3,0	0,2	1,5	1,3	0,8	0,2
Rémunération par heure travaillée												
2011	116,3	2,0	2,3	2,7	4,1	2,0	2,7	1,2	2,3	2,7	0,9	1,7
2012	119,3	2,6	3,2	3,6	4,9	2,4	3,1	1,6	2,3	2,6	1,2	2,5
2012 T4	120,3	2,1	3,1	3,7	4,2	2,3	2,6	2,3	1,7	2,4	0,0	2,3
2013 T1	121,9	3,0	4,4	4,5	3,8	2,4	1,9	2,9	1,5	2,8	2,4	2,5
T2	121,4	1,5	2,2	1,5	0,9	1,4	0,9	1,8	2,3	2,3	0,9	2,1
T3	121,7	1,6	3,2	1,8	1,8	1,1	1,7	1,1	1,9	2,1	1,1	2,4
Productivité horaire du travail ³⁾												
2011	105,7	1,4	3,6	2,3	2,4	1,4	2,5	1,8	1,2	-0,3	0,6	0,3
2012	106,5	0,7	-1,9	1,0	2,0	0,9	-0,3	0,2	2,0	0,3	0,6	0,3
2012 T4	106,7	0,5	-3,8	1,2	0,8	0,2	-2,3	2,7	2,8	0,1	0,3	-0,4
2013 T1	107,5	1,1	0,0	1,8	2,9	-0,3	-1,7	3,1	2,9	1,0	1,4	0,5
T2	107,1	0,2	-0,7	-0,4	0,7	-0,6	-2,1	0,3	2,7	1,1	0,6	0,3
T3	107,2	0,6	0,6	-0,4	0,8	0,2	-2,3	0,3	1,7	1,9	0,9	1,0

5. Indices de coûts de main-d'œuvre ⁴⁾

	Total (indice : 2008 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités			Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ⁵⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Industries minières, industrie manufacturière et énergie	Construction	Services	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	106,6	2,2	2,0	2,8	3,0	2,6	2,5	2,0
2012	108,6	1,9	2,0	1,7	2,4	2,3	2,1	2,2
2012 T4	114,9	1,6	1,7	1,5	2,6	1,9	1,9	2,2
2013 T1	102,6	1,9	2,1	1,6	3,2	1,5	1,6	1,9
T2	114,0	1,1	1,4	0,3	1,9	0,8	1,1	1,7
T3	107,1	1,0	1,3	0,4	1,6	-0,2	1,0	1,7

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (tableau 4 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 8 du tableau 5 de la section 5.1)

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 18.
- 2) Rémunération par tête (à prix courants) divisée par la productivité du travail par salarié
- 3) PIB total et valeur ajoutée par activité économique (en volume) et par unité de facteur travail (personnes employées et heures travaillées)
- 4) Indices de coûts horaires de main-d'œuvre pour l'ensemble de l'économie, hors agriculture, sylviculture et pêche. En raison des différences de couverture, les estimations relatives aux composantes ne coïncident pas toujours avec le total.
- 5) Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails)

5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. PIB et composantes de la dépense ¹⁾

	PIB								
	Total	Demande intérieure				Solde extérieur ²⁾			
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks ³⁾	Total	Exportations ²⁾	Importations ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Prix courants (montants en milliards d'euros)									
2009	8 940,0	8 823,1	5 146,7	1 992,2	1 735,1	-50,9	116,9	3 296,9	3 180,0
2010	9 185,6	9 064,9	5 282,7	2 019,8	1 741,2	21,1	120,8	3 793,9	3 673,1
2011	9 444,4	9 315,6	5 427,3	2 033,2	1 796,8	58,4	128,8	4 186,7	4 057,9
2012	9 506,0	9 259,0	5 463,4	2 043,9	1 743,8	7,9	247,0	4 361,9	4 114,9
2012 T3	2 379,9	2 312,1	1 365,3	511,8	434,7	0,3	67,8	1 101,8	1 034,0
T4	2 375,6	2 303,6	1 365,2	510,8	430,4	-2,8	72,0	1 095,9	1 023,9
2013 T1	2 384,1	2 308,8	1 367,7	516,9	421,4	2,8	75,2	1 082,8	1 007,6
T2	2 399,5	2 311,6	1 371,5	517,4	421,9	0,9	87,9	1 102,3	1 014,4
T3	2 404,7	2 324,7	1 376,4	519,1	425,4	3,8	80,0	1 101,9	1 021,9
<i>en pourcentage du PIB</i>									
2012	100,0	97,4	57,5	21,5	18,3	0,1	2,6	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)									
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>									
2012 T3	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,6	-	-	0,8	0,3
T4	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-1,2	-	-	-0,6	-1,0
2013 T1	-0,2	-0,3	-0,1	0,3	-2,0	-	-	-0,9	-1,1
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	-	-	2,1	1,5
T3	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5	-	-	0,3	1,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>									
2009	-4,5	-3,8	-1,0	2,6	-12,8	-	-	-12,4	-11,0
2010	1,9	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,4	-0,5	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2012 T3	-0,7	-2,5	-1,6	-0,6	-4,1	-	-	2,8	-1,0
T4	-1,0	-2,3	-1,4	-0,7	-4,7	-	-	1,9	-0,8
2013 T1	-1,2	-2,1	-1,2	-0,1	-5,5	-	-	0,1	-1,9
T2	-0,6	-1,4	-0,6	0,1	-3,4	-	-	1,3	-0,3
T3	-0,3	-0,5	-0,4	0,5	-2,3	-	-	0,9	0,6
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2012 T3	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,2	-	-
T4	-0,5	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2013 T1	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,4	0,1	0,1	-	-
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	-	-
T3	0,1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,4	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2009	-4,5	-3,8	-0,6	0,5	-2,8	-1,0	-0,7	-	-
2010	1,9	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2012 T3	-0,7	-2,4	-0,9	-0,1	-0,8	-0,6	1,7	-	-
T4	-1,0	-2,2	-0,8	-0,2	-0,9	-0,3	1,2	-	-
2013 T1	-1,2	-2,0	-0,7	0,0	-1,0	-0,3	0,9	-	-
T2	-0,6	-1,3	-0,3	0,0	-0,6	-0,4	0,7	-	-
T3	-0,3	-0,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	0,2	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Les données se rapportent à l'Euro 18.

2) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro. Elles ne sont pas entièrement compatibles avec la section 3.1, le tableau 1 de la section 7.1, le tableau 3 de la section 7.2 ou les tableaux 1 ou 3 de la section 7.5.

3) Incluant les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur

5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

 2. Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique ¹⁾

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2009	8 044,8	124,7	1 467,2	531,5	1 537,2	370,7	421,9	904,4	807,4	1 584,6	295,3	895,1
2010	8 242,2	137,1	1 581,8	499,2	1 552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1 615,0	300,6	943,4
2011	8 469,8	142,0	1 643,3	502,0	1 594,5	374,5	440,1	965,6	859,7	1 640,1	308,1	974,6
2012	8 526,3	144,4	1 643,9	491,7	1 607,3	370,0	433,9	982,2	877,6	1 661,6	313,7	979,7
2012 T3	2 134,9	36,2	413,3	122,5	401,9	92,5	107,4	246,0	220,3	416,4	78,6	244,9
T4	2 131,8	36,6	410,0	121,2	403,2	91,3	107,7	248,0	220,3	414,5	79,0	243,9
2013 T1	2 139,4	35,8	411,4	120,1	402,9	90,3	109,2	248,7	220,9	421,0	79,3	244,7
T2	2 149,7	35,9	414,6	119,6	404,9	89,8	110,2	250,3	223,4	421,5	79,6	249,8
T3	2 157,4	34,8	415,0	120,2	408,4	88,8	109,7	252,2	225,0	422,5	80,8	247,3
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2012	100,0	1,7	19,3	5,8	18,9	4,3	5,1	11,5	10,3	19,5	3,7	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>												
2012 T3	-0,2	-1,5	0,0	-1,2	-0,6	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	-0,1	-0,3
T4	-0,5	-0,1	-1,6	-1,7	-0,9	-1,1	1,0	0,4	-0,4	0,4	0,2	-0,9
2013 T1	-0,2	0,2	0,0	-1,3	-0,4	-0,6	-0,8	-0,1	0,6	-0,1	-0,4	-0,3
T2	0,3	-0,4	0,5	-0,4	0,4	-0,1	-0,8	0,4	0,8	0,2	0,0	0,6
T3	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,8	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2009	-4,5	1,3	-12,9	-8,1	-5,2	2,7	0,3	0,4	-7,9	1,5	-0,7	-4,3
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,8	0,7	1,8	0,2	-0,1	2,3	1,3	0,4	1,4
2011	1,8	0,4	3,0	-1,6	1,7	3,9	1,5	2,1	2,4	1,1	0,4	0,1
2012	-0,5	-4,7	-1,1	-4,2	-0,7	0,3	-0,6	0,6	0,7	0,1	0,2	-1,8
2012 T3	-0,6	-6,2	-0,8	-3,8	-1,1	0,2	-0,7	0,5	0,8	-0,2	0,1	-1,7
T4	-0,9	-6,5	-1,4	-5,3	-1,7	-1,4	0,9	0,7	0,0	0,2	-0,2	-1,9
2013 T1	-1,0	-3,1	-1,7	-5,4	-2,3	-1,7	0,8	0,7	0,2	0,4	-0,6	-2,5
T2	-0,5	-1,8	-1,0	-4,6	-1,5	-1,7	-0,7	1,0	1,3	0,4	-0,2	-0,9
T3	-0,2	-0,5	-1,0	-3,4	-0,6	-2,5	-0,2	1,0	1,3	0,7	0,1	-0,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2012 T3	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
T4	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2013 T1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2009	-4,5	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2012 T3	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
T4	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 T1	-1,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
T2	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
T3	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Les données se rapportent à l'Euro 18.

5.2 Production et demande ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

3. Production industrielle

	Total	Industrie hors construction										Construction	
		Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Industrie hors construction et énergie										Énergie
			Secteur manufacturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consommation			Énergie			
							Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables				
% du total en 2010	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	4,1	100,0	7,3	7,7	7,7	10,0	9,0	2,8	2,7	2,9	3,9	-7,7	
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,1	8,4	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4	
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,2	-2,4	-4,9	-2,0	-0,4	-5,4	
2012 T4	-3,5	99,2	-3,3	-3,6	-3,8	-5,2	-3,3	-2,1	-5,4	-1,6	-0,5	-4,3	
2013 T1	-2,8	99,6	-2,3	-2,6	-2,9	-3,6	-3,4	-0,8	-4,6	-0,3	-0,1	-5,9	
T2	-1,5	100,3	-1,0	-0,9	-1,0	-2,0	-0,1	-0,7	-3,9	-0,1	-1,2	-3,7	
T3	-1,1	100,3	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-1,3	-0,9	-3,6	-0,5	-2,0	-1,1	
2013 Juillet	-1,8	99,7	-2,0	-2,1	-2,0	-1,4	-3,2	-1,3	-4,2	-0,9	-1,8	-1,8	
Août	-1,2	100,7	-1,4	-1,4	-1,0	-0,7	-0,8	-2,1	-3,9	-1,9	-3,6	-1,1	
Septembre	-0,1	100,5	0,2	0,3	0,2	0,0	0,3	0,7	-2,7	1,2	-0,6	-0,6	
Octobre	0,0	99,7	0,5	0,9	0,8	1,5	1,3	-0,3	-4,7	0,5	-3,1	-2,3	
Novembre	2,0	101,5	3,0	3,4	3,4	3,3	4,4	2,6	-0,8	3,1	-0,6	-1,7	
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>													
2013 Juillet	-0,6	-	-1,0	-1,1	-1,1	-0,3	-1,8	-0,7	-1,6	-0,4	-0,5	0,4	
Août	1,0	-	1,0	1,0	1,6	0,7	2,0	0,5	-0,3	0,5	-0,8	0,1	
Septembre	-0,5	-	-0,2	-0,3	-0,9	-0,4	-0,8	0,2	-1,3	0,2	1,7	-0,3	
Octobre	-0,7	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,4	-1,0	-0,3	-2,3	0,3	-3,6	-1,1	
Novembre	1,2	-	1,8	1,9	2,0	1,0	3,0	1,5	2,2	1,3	1,8	-0,6	

4. Entrées de commandes et chiffre d'affaires dans l'industrie, ventes au détail et nouvelles immatriculations de voitures particulières

	Indicateur relatif aux entrées de commandes dans l'industrie ²⁾		Chiffre d'affaires dans l'industrie		Ventes au détail y compris carburants								Nouvelles immatriculations de voitures particulières	
	Industrie manufacturière		Industrie manufacturière (à prix courants)		Prix courants	Prix constants						Carburants	Total (cvs) ; milliers ³⁾	Total
	Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Total	Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Total	Total	Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires		Carburants			
									Textile, habillement, chaussures	Biens d'équipement des ménages				
% du total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	108,6	8,6	109,2	9,2	1,7	99,3	-0,8	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	839	-1,0
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,4	0,4	97,6	-1,7	-1,3	-1,5	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,0
2013	.	.	.	.	-0,4	96,7	-0,9	-1,1	-0,7	.	.	-1,2	713	-4,4
2013 T1	102,5	-2,7	106,9	-2,6	-1,3	96,6	-2,2	-1,6	-2,5	-5,7	-4,4	-3,7	689	-11,2
T2	103,3	-1,7	106,8	-1,9	-0,3	96,7	-1,0	-1,7	-0,4	0,0	-2,8	-0,8	709	-7,2
T3	105,1	1,1	107,4	-1,5	0,0	97,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,4	-2,5	0,0	708	-2,2
T4	.	.	.	.	-0,1	96,4	-0,1	-0,5	0,4	.	.	-0,3	745	5,3
2013 Août	105,1	0,2	108,3	-1,9	0,0	97,4	-0,3	-0,6	-0,1	1,4	-2,8	-0,3	712	-4,4
Septembre	106,2	3,4	107,3	-0,7	-0,2	96,8	-0,2	-1,3	0,7	-1,1	-1,1	1,5	709	-2,4
Octobre	104,1	0,2	106,6	-1,2	-0,5	96,3	-0,4	-0,2	-0,5	-1,7	-1,7	0,7	725	4,2
Novembre	105,3	2,5	108,5	1,6	1,3	97,2	1,3	0,7	2,4	4,7	-0,2	0,7	735	4,8
Décembre	.	.	.	.	-0,9	95,7	-1,0	-1,6	-0,4	.	.	-2,1	773	7,0
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>														
2013 Août	-	1,0	-	1,6	0,4	-	0,5	-0,1	0,4	1,1	0,4	-0,3	-	1,0
Septembre	-	1,0	-	-0,9	-0,7	-	-0,7	-0,7	-0,1	-1,3	0,0	-0,3	-	-0,3
Octobre	-	-2,0	-	-0,7	-0,4	-	-0,4	0,2	-0,8	-1,7	-1,0	-0,5	-	2,2
Novembre	-	1,2	-	1,8	0,9	-	0,9	0,3	1,3	3,7	0,6	0,5	-	1,4
Décembre	-	.	-	.	-1,4	-	-1,6	-1,4	-1,8	.	.	-1,2	-	5,1

Sources : Eurostat sauf les colonnes 1 et 2 (qui représentent des statistiques empiriques de la BCE reposant sur des données nationales) et les colonnes 13 et 14 du tableau 4 (qui représentent les calculs de la BCE à partir de données de l'ACEA – Association des constructeurs européens d'automobiles)

1) Les données se rapportent à l'Euro 18.

2) Pour plus de détails, cf. G. J. de Bondt, H. C. Dieden, S. Muzikarova et I. Vincze, *Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders*, Occasional Paper n° 149 de la BCE, juin 2013

3) Les chiffres annuels et trimestriels correspondent à la moyenne des données mensuelles pour la période de référence.

5.2 Production et demande

(soldes d'opinions ¹⁾, sauf indication contraire ; données cvs)

5. Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

	Indicateur du climat économique ²⁾ (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier					Taux d'utilisation des capacités de production ³⁾ (en %)	Indicateur de confiance des consommateurs				
		Indicateur de confiance des chefs d'entreprise				Total ⁴⁾		Situation financière attendue sur les 12 prochains mois	Évolution économique attendue sur les 12 prochains mois	Évolution attendue du chômage sur les 12 prochains mois	Capacité d'épargne attendue sur les 12 prochains mois	
		Total ⁴⁾	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production							7	8	9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0	
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0	
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7	
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2	
2012 T4	87,2	-15,4	-32,1	6,9	-7,3	77,4	-25,9	-12,7	-31,5	46,0	-13,4	
2013 T1	90,5	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,5	-11,3	-27,2	42,3	-13,1	
T2	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6	
T3	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2	
T4	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,2	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8	
2013 Août	95,7	-7,8	-23,7	4,4	4,7	-	-15,5	-7,9	-15,7	30,2	-8,1	
Septembre	97,3	-6,6	-23,2	3,7	7,0	-	-14,8	-7,1	-13,5	28,4	-10,1	
Octobre	98,1	-5,0	-21,2	3,3	9,4	78,4	-14,4	-7,1	-11,7	29,2	-9,5	
Novembre	98,8	-3,9	-17,9	3,5	9,7	-	-15,3	-6,0	-13,4	31,3	-10,4	
Décembre	100,4	-3,4	-16,7	1,7	8,3	-	-13,5	-5,7	-9,8	29,0	-9,5	
2014 Janvier	100,9	-3,9	-16,8	3,0	8,0	80,0	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5	

	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction			Indicateur de confiance du commerce de détail				Indicateur de confiance dans le secteur des services			
	Total ⁴⁾	Carnets de commande	Prévisions relatives à l'emploi	Total ⁴⁾	Climat des affaires actuel	Volume des stocks	Climat des affaires attendu	Total ⁴⁾	Climat des affaires	Évolution de la demande sur les derniers mois	Évolution attendue de la demande durant les prochains mois
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-4,0	-6,5	7,2	1,6	3,9	1,4	3,0	7,3
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2012 T4	-31,9	-39,6	-24,2	-15,9	-20,9	11,5	-15,3	-11,0	-15,3	-12,8	-4,9
2013 T1	-28,7	-36,8	-20,7	-16,1	-24,0	10,8	-13,5	-7,7	-12,6	-8,9	-1,8
T2	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
T3	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
T4	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2013 Août	-32,6	-41,4	-23,9	-10,5	-17,5	8,4	-5,6	-5,1	-7,5	-8,4	0,5
Septembre	-28,3	-36,9	-19,8	-6,8	-11,0	7,2	-2,3	-3,2	-5,5	-7,2	3,2
Octobre	-29,1	-38,9	-19,2	-7,7	-11,2	5,6	-6,5	-3,6	-6,6	-6,9	2,7
Novembre	-30,4	-39,5	-21,3	-7,7	-11,2	7,8	-4,2	-0,8	-4,0	-2,8	4,4
Décembre	-26,4	-34,8	-18,0	-5,0	-9,1	6,4	0,3	0,4	-2,1	-0,4	3,6
2014 Janvier	-30,1	-41,6	-18,6	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,3	-0,6	-0,3	7,9

Source : Commission européenne (DG Affaires économiques et financières)

- Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives
- L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans les secteurs des services, de la construction et du commerce de détail ; l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise a une pondération de 40 %, celui dans le secteur des services de 30 %, celui des consommateurs de 20 % et les deux autres de 5 % chacun. Les valeurs de l'indicateur du climat économique supérieures (inférieures) à 100 indiquent une confiance supérieure (inférieure) à la moyenne calculée pour la période à partir de 1990.
- Les données sont recueillies chaque année en janvier, avril, juillet et octobre. Les données trimestrielles correspondent à la moyenne de deux enquêtes successives. Les données annuelles sont calculées à partir de moyennes trimestrielles.
- Les indicateurs de confiance sont calculés comme de simples moyennes des composantes présentées ; l'évaluation des stocks (colonnes 4 et 17) et du chômage (colonne 10) donne lieu à une inversion de signe pour le calcul des indicateurs de confiance.

5.3 Marché du travail ^{1) 2)}

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. Emploi

	Par statut			Par activité économique									
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2012	147 068	125 725	21 343	5 044	23 104	9 546	36 170	4 066	4 078	1 302	18 333	34 575	10 851
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2012	100,0	85,5	14,5	3,4	15,7	6,5	24,6	2,8	2,8	0,9	12,5	23,5	7,4
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2010	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-2,8	-4,0	-0,5	-1,7	-1,1	0,0	2,0	0,9	0,6
2011	0,2	0,3	-0,3	-2,1	0,0	-3,8	0,6	1,2	-0,4	0,3	2,5	0,3	0,1
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-2,0	-1,0	-4,6	-0,8	1,2	-0,4	-0,6	0,7	-0,3	0,7
2012 T4	-0,7	-0,8	0,0	-2,1	-1,4	-5,0	-1,0	1,6	-0,8	-1,2	0,5	-0,2	1,3
2013 T1	-1,0	-1,0	-1,0	-3,0	-1,6	-5,6	-1,1	0,5	-1,1	-1,6	0,3	-0,2	0,5
T2	-1,0	-1,0	-0,6	-1,4	-1,5	-6,2	-1,0	0,2	-1,0	-2,1	0,4	-0,3	0,3
T3	-0,8	-0,9	-0,5	-0,8	-1,7	-4,6	-0,8	0,5	-0,4	-0,4	0,0	-0,2	-0,1
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2012 T4	-0,3	-0,4	0,0	-0,9	-0,5	-1,6	-0,4	0,8	-0,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,1
2013 T1	-0,5	-0,5	-0,4	-1,4	-0,5	-1,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-0,6	-0,2	0,0
T2	-0,1	-0,1	0,1	1,9	-0,4	-1,1	0,0	0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,2	-0,1
T3	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1
Heures travaillées													
<i>niveaux (en millions)</i>													
2012	231 353	186 256	45 097	10 073	36 323	16 626	60 198	6 525	6 430	2 009	28 577	49 334	15 257
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2012	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	7,2	26,0	2,8	2,8	0,9	12,4	21,3	6,6
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2010	-0,1	0,0	-0,5	-1,3	-0,4	-4,1	-0,3	-0,9	-0,6	1,0	2,7	0,9	0,3
2011	0,2	0,4	-0,7	-3,1	0,7	-3,9	0,3	1,4	-0,2	0,9	2,7	0,5	0,0
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,8	-1,4	0,4	-0,5	-0,1
2012 T4	-1,5	-1,5	-1,7	-2,8	-2,5	-6,1	-1,9	0,9	-1,8	-2,1	-0,1	-0,1	0,2
2013 T1	-2,3	-2,3	-2,0	-3,0	-3,5	-8,0	-2,0	0,0	-2,2	-2,1	-0,8	-1,0	-1,1
T2	-0,8	-0,9	-0,4	-1,1	-0,6	-5,2	-0,8	0,5	-1,0	-1,7	0,3	-0,2	-0,4
T3	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-0,6	-4,2	-0,8	-0,2	-0,5	-0,7	-0,6	-0,3	-0,9
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2012 T4	-0,7	-0,6	-1,1	-0,8	-0,7	-1,9	-1,0	-0,1	-0,7	-1,3	-0,7	0,2	-0,8
2013 T1	-1,0	-1,0	-0,8	-0,5	-1,2	-2,4	-0,8	0,0	-0,2	-0,1	-1,0	-0,9	-0,5
T2	0,7	0,6	0,9	0,8	1,4	0,6	0,7	0,3	0,3	1,0	0,8	0,4	-0,1
T3	0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,5	0,3	-0,4	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,4
Heures travaillées par personne employée													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2012	1 573	1 481	2 113	1 997	1 572	1 742	1 664	1 605	1 577	1 543	1 559	1 427	1 406
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2010	0,4	0,5	0,0	-0,3	2,5	-0,1	0,2	0,8	0,4	1,0	0,7	0,0	-0,3
2011	0,0	0,1	-0,5	-1,0	0,7	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,7	0,2	0,2	-0,1
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8
2012 T4	-0,8	-0,7	-1,6	-0,7	-1,2	-1,2	-1,0	-0,7	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-1,1
2013 T1	-1,3	-1,3	-1,0	-0,1	-2,0	-2,5	-0,8	-0,5	-1,2	-0,6	-1,1	-0,8	-1,6
T2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,9	1,1	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,2	-0,7
T3	0,0	0,1	-0,5	-0,2	1,1	0,5	0,0	-0,7	-0,1	-0,3	-0,6	-0,1	-0,8
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2012 T4	-0,4	-0,2	-1,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,6	-0,8	-0,6	-0,7	-0,4	0,1	-0,7
2013 T1	-0,5	-0,5	-0,3	0,9	-0,8	-0,8	-0,4	0,2	-0,2	0,7	-0,4	-0,8	-0,5
T2	0,7	0,7	0,7	-1,1	1,8	1,7	0,7	0,2	0,5	0,5	0,3	0,6	0,0
T3	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,3	-0,2	0,3	-0,3	0,2	-0,7	0,0	0,0	0,3

Sources : Calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC95.

2) Les données se rapportent à l'Euro 18.

5.3 Marché du travail ¹⁾

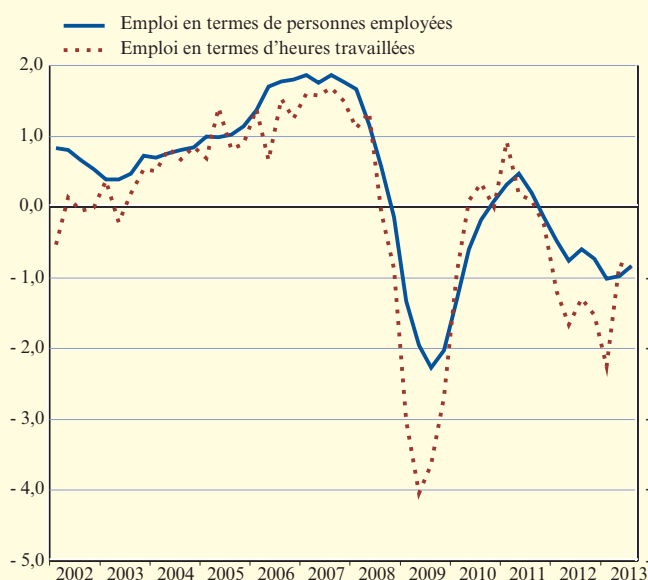
(données cvs, sauf indication contraire)

2. Chômage et taux d'emplois vacants ²⁾

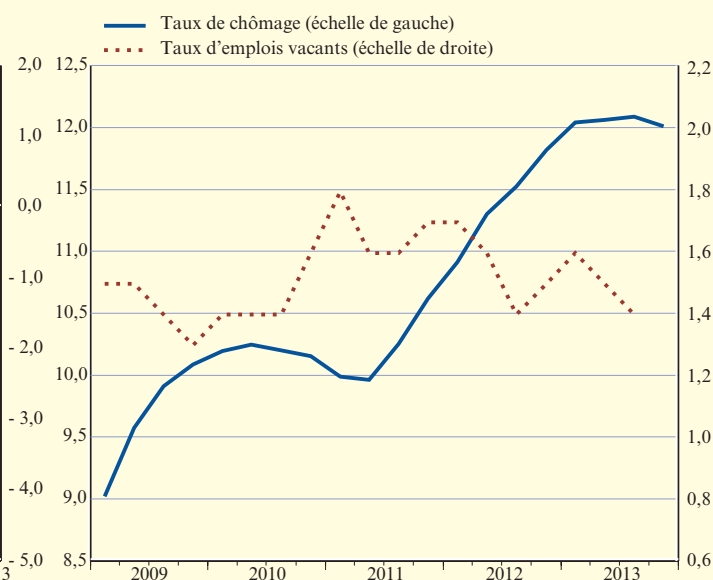
	Chômage										Taux d'emplois vacants ³⁾
	Total		Par âge ⁴⁾				Par sexe ⁵⁾				
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
			Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	
% du total en 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	16,139	10,2	12,819	9,0	3,319	21,1	8,721	10,1	7,418	10,4	1,5
2011	16,199	10,2	12,962	9,0	3,237	21,0	8,635	10,0	7,563	10,5	1,7
2012	18,211	11,4	14,704	10,2	3,508	23,1	9,775	11,2	8,436	11,6	1,6
2013	19,287	12,1	15,726	10,8	3,560	24,0	10,358	11,9	8,929	12,2	.
2012 T4	18,923	11,8	15,328	10,6	3,595	23,9	10,152	11,7	8,771	12,0	1,5
2013 T1	19,261	12,0	15,654	10,8	3,607	24,1	10,350	11,9	8,912	12,2	1,6
T2	19,307	12,1	15,756	10,9	3,551	23,8	10,362	11,9	8,946	12,2	1,5
T3	19,356	12,1	15,816	10,9	3,540	24,0	10,429	12,0	8,927	12,2	1,4
T4	19,221	12,0	15,679	10,8	3,543	23,9	10,292	11,9	8,929	12,2	.
2013 Juillet	19,334	12,1	15,796	10,9	3,537	24,0	10,428	12,0	8,906	12,2	-
Août	19,361	12,1	15,829	10,9	3,532	23,9	10,443	12,0	8,918	12,2	-
Septembre	19,374	12,1	15,822	10,9	3,552	24,0	10,416	12,0	8,958	12,2	-
Octobre	19,275	12,0	15,724	10,8	3,551	24,0	10,335	11,9	8,941	12,2	-
Novembre	19,259	12,0	15,709	10,8	3,550	24,0	10,317	11,9	8,941	12,2	-
Décembre	19,130	12,0	15,604	10,7	3,527	23,9	10,225	11,8	8,905	12,1	-

G28 Emploi – Personnes employées et heures travaillées ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)



G29 Chômage et taux ¹⁾ d'emplois vacants ³⁾



Source : Eurostat

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 18.
- 2) Les données sur le chômage font référence à des personnes et suivent les recommandations de l'OIT.
- 3) Industrie, construction et services (à l'exclusion des ménages employeurs et des organismes extraterritoriaux) ; données brutes
- 4) Adultes : 25 ans et plus ; jeunes : moins de 25 ans ; les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque tranche d'âge.
- 5) Les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque sexe.



FINANCES PUBLIQUES

6.1 Recettes, dépenses et déficit/excédent ¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes									Cessions	Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires ²⁾
		Impôts directs			Impôts indirects		Cotisations sociales			Impôts en capital				
		Ménages	Sociétés	Perçus par les institutions de l'UE	Employeurs	Salariés								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,8
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,9	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,6	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6
2010	44,8	44,6	11,6	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,5
2011	45,4	45,0	11,9	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,6	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,7	2,6	0,2	0,3	41,8

2. Zone euro – dépenses

	Total	Dépenses courantes							Dépenses en capital			Pour mémoire : dépenses primaires ³⁾		
		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Subventions		Investissements	Transferts en capital	Effectués par les institutions de l'UE			
							Prestations sociales	Versées par les institutions de l'UE						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,0
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,1	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	46,0	10,6	5,5	3,0	26,8	23,9	1,7	0,4	3,5	2,3	1,2	0,0	46,5
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,1	24,3	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8

3. Zone euro – déficit/excédent, déficit/excédent primaire et consommation des administrations publiques

	Total	Déficit (-)/excédent (+)					Déficit (-)/excédent (+) primaire	Consommation des administrations publiques ⁴⁾						Consommation collective	Consommation individuelle
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	Total		Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Transferts en nature du secteur productif	Consommation de capital fixe	Cessions (négatif)			
													7			8	9	10	11	12	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3	
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5	
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5	
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	1,9	2,3	8,0	12,7	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,8	
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,1	10,9	5,7	5,9	2,1	2,6	8,4	13,6	
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,4	
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4	

4. Pays de la zone euro – déficit (-)/excédent (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,7	-15,7	-11,1	-7,5	-5,5	-6,1	-9,8	-0,7	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,3	-8,0	-2,5
2010	-3,7	-4,2	0,2	-30,6	-10,7	-9,6	-7,1	-4,5	-5,3	-8,1	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,1	-13,1	-9,5	-9,6	-5,3	-3,8	-6,3	-3,6	0,1	-2,8	-4,3	-2,5	-4,3	-6,3	-5,1	-0,7
2012	-4,0	0,1	-0,2	-8,2	-9,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,4	-1,3	-0,6	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-3,8	-4,5	-1,8

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives au déficit/à l'excédent des pays

1) Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations faisant intervenir le budget de l'UE sont incluses et consolidées. Les opérations entre administrations des États membres ne sont pas consolidées.

2) Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

3) Comprend les dépenses totales moins le service de la dette.

4) Correspond aux dépenses de consommation finale (P.3) des administrations publiques dans le SEC 95

5) Y compris les règlements opérés dans le cadre de swaps et de contrats de garantie de taux

6.2 Dette ¹⁾
(en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – dette par instruments financiers et par secteurs détenteurs

	Total	Instruments financiers				Secteurs détenteurs				
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents ²⁾				Autres créanciers ³⁾
						Total	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3	40,5	24,4	10,6	5,6	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,7	24,5	11,4	6,8	44,6
2012	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0	45,6	26,5	12,6	6,5	45,1

2. Zone euro – dette par émetteurs, échéances et devises

	Total	Émis par ⁴⁾				Échéance			Durée résiduelle			Devises	
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	≤ à 1 an	> à 1 an	Taux d'intérêt variable	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,7	55,4	6,5	5,3	1,4	7,3	61,4	4,3	14,3	24,2	30,1	68,0	0,7
2007	66,4	53,5	6,3	5,3	1,4	7,1	59,2	4,2	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,2	56,9	6,7	5,3	1,3	10,0	60,2	4,9	17,7	23,5	29,1	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	68,0	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,4	69,3	8,4	5,9	1,9	13,0	72,4	5,1	21,2	29,3	34,9	84,2	1,2
2011	87,3	70,7	8,5	5,9	2,2	12,6	74,7	6,1	20,8	30,4	36,1	85,6	1,7
2012	90,6	73,6	8,8	6,0	2,3	11,7	78,9	7,3	20,0	32,2	38,4	88,7	2,0

3. Pays de la zone euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2009	95,7	74,5	7,1	64,4	129,7	54,0	79,2	116,4	58,5	36,9	15,5	66,5	60,8	69,2	83,7	35,2	35,6	43,5
2010	95,7	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,4	119,3	61,3	44,4	19,5	66,8	63,4	72,3	94,0	38,7	41,0	48,7
2011	98,0	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	85,8	120,7	71,5	41,9	18,7	69,5	65,7	72,8	108,2	47,1	43,4	49,2
2012	99,8	81,0	9,8	117,4	156,9	86,0	90,2	127,0	86,6	40,6	21,7	71,3	71,3	74,0	124,1	54,4	52,4	53,6

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives à la dette des différents pays

- 1) Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les différents secteurs. Les avoirs des administrations publiques non résidentes ne sont pas consolidés. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés. Les données sont en partie des estimations.
- 2) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 3) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 4) Hors dette émise par l'administration d'un État et détenue par les APU de cet État

6.3 Variation de la dette ¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – par origine, instruments financiers et secteurs détenteurs

	Total	Origine de la variation			Instruments financiers				Secteurs détenteurs			
		Besoin de financement ²⁾	Effets de valorisation ³⁾	Autres variations de volume ⁴⁾	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers nationaux ⁵⁾	IFM	Autres institutions financières	Autres créanciers ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,6	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,3	0,8	1,1	0,9
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,2	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7

2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/excédent (+)	Ajustement dette-déficit ⁷⁾										Autres ⁸⁾	
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques						Effets de valorisation	Effets de volume			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres ⁹⁾	Actions et autres titres de participation	Privatisations					Dotations en capital	Effets liés aux taux de change
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,3	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	3,9	-3,7	0,2	1,3	0,2	0,5	0,0	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,3

Source : BCE

- 1) Les données sont en partie des estimations. La variation annuelle de la dette nominale brute consolidée est exprimée en pourcentage du PIB, soit $[dette(t) - dette(t-1)] / PIB(t)$. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.
- 2) Le besoin de financement est, par définition, égal au flux de la dette.
- 3) Comprend, outre l'incidence des mouvements de taux de change, les effets liés à l'évaluation en valeur nominale (par exemple, primes d'émissions ou décotes par rapport au nominal).
- 4) Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances.
- 5) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 6) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 7) Écart entre la variation annuelle de la dette nominale brute consolidée et le déficit en pourcentage du PIB
- 8) Comprend principalement les opérations sur d'autres actifs et passifs (crédits commerciaux, autres comptes à recevoir/comptes à payer et produits financiers dérivés).
- 9) Hors produits financiers dérivés

6.4 Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels ¹⁾
(en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes trimestrielles

		Total	Recettes courantes					Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires ²⁾	
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales	Cessions	Revenus de la propriété	Impôts en capital			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	T3	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
	T4	49,1	48,6	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008	T1	42,5	42,2	10,9	12,4	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
	T2	45,3	44,9	12,9	12,3	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
	T3	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
	T4	48,7	48,2	13,9	13,3	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009	T1	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
	T2	45,3	44,8	11,9	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
	T3	42,9	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
	T4	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010	T1	42,5	42,3	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,3
	T2	45,2	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
	T3	43,1	42,7	10,9	12,5	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
	T4	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,0
2011	T1	43,2	42,9	10,7	12,6	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,9
	T2	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
	T3	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
	T4	49,0	47,9	13,4	13,1	16,7	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012	T1	43,7	43,5	11,0	12,8	15,4	2,5	1,0	0,3	0,2	39,4
	T2	46,2	45,9	12,6	12,8	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,4
	T3	44,7	44,3	11,9	12,7	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
	T4	50,2	49,5	14,1	13,6	17,0	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013	T1	44,3	44,1	11,3	12,8	15,7	2,5	1,0	0,3	0,3	40,0
	T2	47,5	47,0	13,3	13,0	15,7	2,6	1,4	0,5	0,4	42,4
	T3	45,2	44,7	12,2	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,8

2. Zone euro – dépenses et déficit/excédent trimestriels

		Total	Dépenses courantes						Dépenses en capital		Déficit (-)/ Excédent (+)	Déficit (-)/ excédent (+) primaire		
			Total	Rémuné- ration des salariés	Consom- mation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Investis- sements	Transferts en capital					
			1	2	3	4	5			6	7	8	9	10	11	12	13
2007	T3	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,6	1,2	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
	T4	49,3	44,8	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008	T1	45,4	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
	T2	46,0	42,4	10,3	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
	T3	45,8	42,1	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
	T4	51,3	46,8	11,3	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,6	-2,6	0,3
2009	T1	49,3	45,5	10,7	5,1	2,8	27,0	23,0	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
	T2	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
	T3	50,1	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
	T4	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010	T1	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	28,0	23,7	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,2
	T2	49,7	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,4	-1,5
	T3	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,9	23,2	1,3	5,3	2,6	2,7	-7,4	-4,7
	T4	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,7	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011	T1	48,5	45,3	10,3	5,0	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,3	-2,4
	T2	48,6	45,3	10,7	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,3	0,0
	T3	48,0	44,5	10,1	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,5
	T4	52,8	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,7	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012	T1	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	2,0	0,8	-4,3	-1,4
	T2	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
	T3	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,6	2,2	1,3	-3,7	-0,9
	T4	53,9	48,9	11,1	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,1	2,3	2,8	-3,8	-0,6
2013	T1	48,9	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,6	-1,7
	T2	49,6	46,2	10,5	5,3	3,1	27,2	23,6	1,2	3,5	2,0	1,4	-2,1	1,0
	T3	48,6	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,6	1,2	3,3	2,2	1,1	-3,4	-0,5

Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales

- 1) Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations entre le budget de l'UE et les entités n'appartenant pas au secteur des administrations publiques ne sont pas incluses. Autrement, et hormis les différents délais de transmission des données, les données trimestrielles sont cohérentes avec les données annuelles.
- 2) Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

6.5 Dette trimestrielle et variation de la dette ¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – dette au sens de Maastricht par instruments financiers

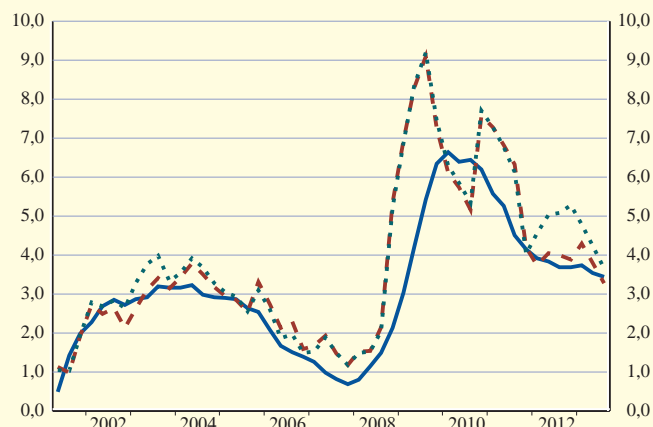
	Total 1	Instruments financiers			
		Monnaie fiduciaire et dépôts 2	Prêts 3	Titres à court terme 4	Titres à long terme 5
2010 T4	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3
2011 T1	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2
T2	87,2	2,4	14,9	7,5	62,3
T3	86,8	2,4	15,1	7,8	61,4
T4	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1
2012 T1	88,2	2,5	15,8	7,6	62,3
T2	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4
T3	90,0	2,5	16,5	7,2	63,7
T4	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0
2013 T1	92,3	2,6	16,9	7,1	65,8
T2	93,4	2,5	16,9	6,9	67,1
T3	92,7	2,5	16,6	6,9	66,6

2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette 1	Déficit (-)/ excédent (+) 2	Ajustement dette-déficit								Pour mémoire : besoin de financement 11
			Total 3	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques					Effets de valorisation et autres variations en volume 9	Autres 10	
				Total 4	Monnaie fiduciaire et dépôts 5	Prêts 6	Titres 7	Actions et autres titres de participation 8			
2010 T4	11,6	-5,2	6,4	5,7	-0,4	1,7	4,4	0,0	0,0	0,8	11,6
2011 T1	6,9	-5,3	1,6	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,8	6,7
T2	5,9	-3,3	2,6	2,5	2,8	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,0	5,8
T3	0,9	-4,3	-3,4	-3,7	-3,6	-0,5	0,2	0,2	0,5	-0,2	0,4
T4	3,2	-3,8	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	3,4
2012 T1	5,0	-4,3	0,6	3,5	4,2	-0,2	-0,6	0,0	-3,8	0,9	8,7
T2	7,1	-2,9	4,2	3,9	1,6	0,9	0,6	0,7	-0,5	0,9	7,7
T3	0,7	-3,7	-3,0	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,1	-1,0	0,6
T4	2,8	-3,8	-1,0	-0,4	-2,7	0,4	0,4	1,5	-1,4	0,7	4,1
2013 T1	6,6	-4,6	2,1	1,8	1,6	0,0	-0,2	0,5	-0,1	0,3	6,7
T2	5,2	-2,1	3,1	3,4	3,3	0,3	0,0	-0,2	-0,3	0,1	5,5
T3	-1,4	-3,4	-4,8	-4,5	-3,4	-0,8	0,0	-0,3	0,3	-0,6	-1,7

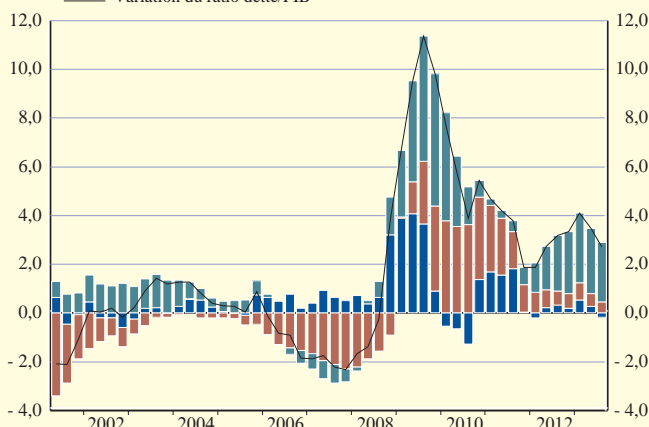
G30 Déficit, besoin de financement et variation de la dette (somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

— Déficit
- - - Variation de la dette
... Besoin de financement



G31 Dette au sens de Maastricht (variation annuelle du ratio dette/PIB et des facteurs sous-jacents)

■ Ajustement dette-déficit
■ Déficit/excédent primaire
■ Écart croissance/taux d'intérêt
— Variation du ratio dette/PIB



Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales

1) Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.

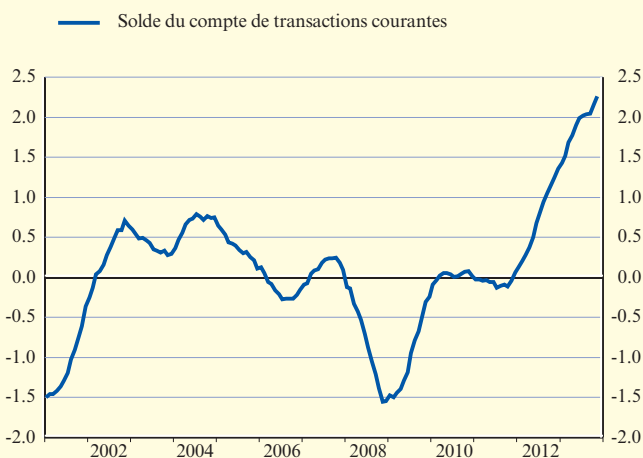


BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

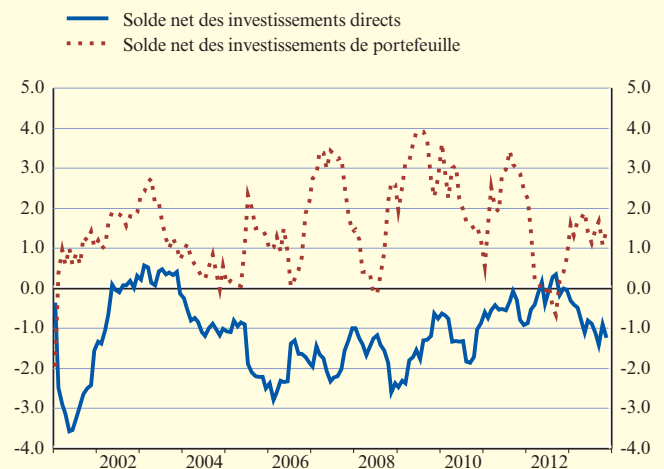
7.1 État récapitulatif de la balance des paiements ¹⁾ (flux nets en milliards d'euros)

	Compte de transactions courantes					Compte de capital	Capacité/ besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (colonnes 1 + 6)	Compte financier						Erreurs et omissions
	Total	Biens	Services	Revenus	Transferts courants			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Produits financiers dérivés	Autres investissements	Avoirs de réserve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	5,3	15,6	60,4	38,0	-108,7	5,5	10,8	6,0	-79,0	109,2	10,3	-24,0	-10,5	-16,8
2011	8,2	2,3	72,7	39,4	-106,3	11,0	19,2	-44,2	-85,8	231,1	-5,3	-173,9	-10,3	25,0
	126,2	94,9	88,7	49,3	-106,8	5,0	131,2	-140,9	-3,6	72,3	3,4	-199,2	-13,9	9,8
2012 T3	43,5	29,8	25,5	17,4	-29,3	3,8	47,2	-39,7	30,9	-22,7	-2,9	-45,0	-0,1	-7,5
T4	61,9	35,0	22,1	18,7	-14,0	6,3	68,2	-100,2	-27,6	72,9	25,4	-168,1	-2,8	32,0
2013 T1	24,6	30,7	17,5	18,5	-42,1	1,8	26,4	-25,1	-24,0	16,5	8,4	-26,0	0,0	-1,2
T2	56,1	51,3	28,8	6,8	-30,8	5,5	61,6	-58,8	-55,6	67,1	-0,6	-68,5	-1,2	-2,8
T3	48,9	39,5	31,4	12,8	-34,8	4,5	53,4	-58,3	-27,8	3,9	5,6	-37,1	-2,9	4,9
2012 Novembre	20,9	13,4	5,6	6,7	-4,8	2,2	23,1	-34,5	19,2	17,4	6,2	-76,3	-1,0	11,4
Décembre	27,3	11,1	9,6	7,0	-0,4	1,7	29,1	-38,5	3,8	-4,3	9,5	-48,3	0,8	9,5
2013 Janvier	-6,8	-2,7	4,5	4,7	-13,3	0,1	-6,7	4,7	-10,9	26,9	4,6	-11,1	-4,8	2,0
Février	9,0	11,2	5,9	7,7	-15,9	1,1	10,1	-11,1	2,2	-13,9	2,7	-4,6	2,6	0,9
Mars	22,4	22,2	7,1	6,1	-13,0	0,5	22,9	-18,8	-15,3	3,6	1,1	-10,4	2,3	-4,2
Avril	14,8	16,3	8,0	1,2	-10,7	1,8	16,6	-20,7	-18,6	-0,1	-5,8	3,8	0,0	4,1
Mai	11,3	16,9	8,9	-4,7	-9,7	2,6	13,9	-12,7	-16,6	37,9	-8,3	-25,2	-0,6	-1,2
Juin	30,0	18,0	11,9	10,4	-10,3	1,1	31,1	-25,5	-20,5	29,3	13,5	-47,1	-0,6	-5,6
Juillet	24,0	18,8	12,4	4,5	-11,7	2,5	26,5	-25,8	7,9	-31,8	-2,6	0,6	0,2	-0,8
Août	10,2	7,1	7,9	6,9	-11,8	1,5	11,7	-10,2	-1,0	17,2	6,5	-31,1	-2,0	-1,5
Septembre	14,7	13,5	11,2	1,3	-11,3	0,5	15,2	-22,3	-34,7	18,5	1,7	-6,6	-1,1	7,1
Octobre	26,6	19,2	9,9	6,2	-8,7	2,3	28,9	-27,5	-1,7	2,1	2,8	-31,6	0,9	-1,3
Novembre	27,4	18,8	7,7	6,4	-5,5	1,7	29,1	-29,3	-12,6	53,5	-4,7	-65,7	0,2	0,2
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2013 Novembre	211,0	170,5	105,0	57,7	-122,2	17,5	228,4	-237,6	-117,8	138,8	20,9	-277,2	-2,2	9,2
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2013 Novembre	2,2	1,8	1,1	0,6	-1,3	0,2	2,4	-2,5	-1,2	1,5	0,2	-2,9	0,0	0,1

G32 Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes (données cvs ; flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



G33 Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille (flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE

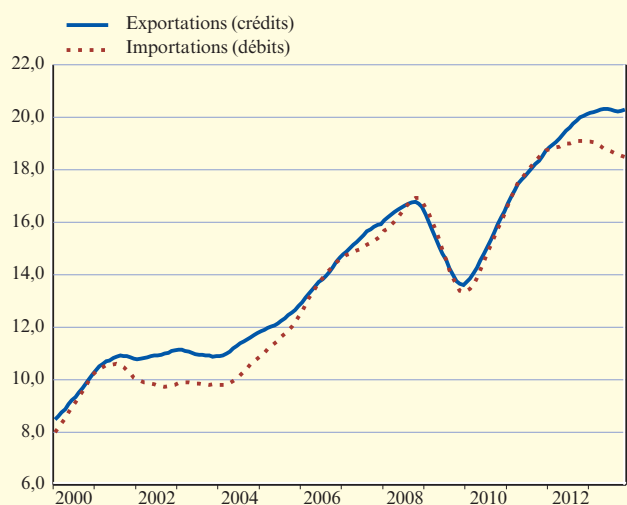
1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.

7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

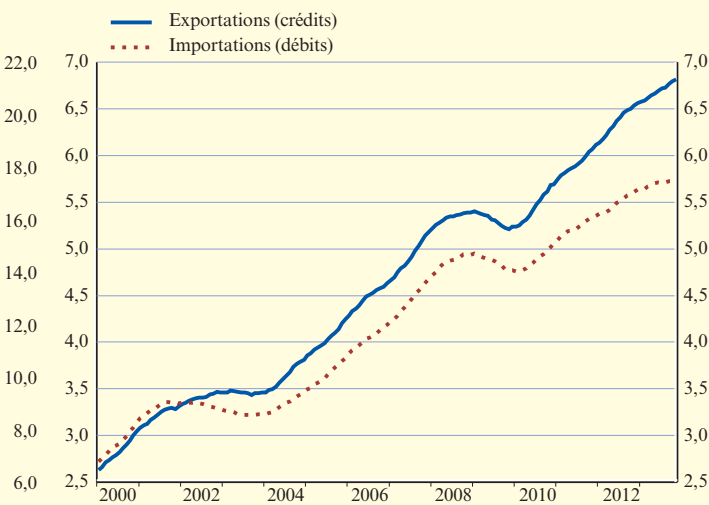
1. État récapitulatif du compte de transactions courantes et du compte de capital

	Compte de transactions courantes										Compte de capital				
	Total			Biens		Services		Revenus		Transferts courants			Crédit	Débit	
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Transferts de fonds des travailleurs migrants 11	12	Transferts de fonds des travailleurs migrants 13	14	15	
2010	2 706,4	2 701,1	5,3	1 576,1	1 560,5	544,4	484,0	497,8	459,7	88,2	6,3	197,0	26,3	20,2	14,7
2011	3 018,1	3 009,9	8,2	1 789,1	1 786,7	584,3	511,6	549,9	510,5	94,8	6,5	201,1	27,2	25,2	14,2
2012	3 179,0	3 052,7	126,2	1 919,5	1 824,6	626,6	537,9	535,5	486,1	97,3	6,8	204,1	26,0	28,8	23,8
2012 T3	796,2	752,7	43,5	480,7	450,9	166,9	141,3	131,4	114,0	17,2	1,9	46,4	6,6	6,9	3,2
T4	816,5	754,6	61,9	489,5	454,5	161,8	139,7	131,9	113,1	33,3	1,7	47,3	6,7	10,7	4,5
2013 T1	765,2	740,6	24,6	470,6	439,9	144,9	127,3	122,0	103,5	27,8	1,6	69,9	5,9	5,9	4,2
T2	813,4	757,2	56,1	489,7	438,4	164,4	135,7	139,2	132,4	20,0	1,9	50,8	6,2	7,7	2,3
T3	798,5	749,6	48,9	479,2	439,7	175,0	143,5	126,9	114,1	17,5	1,8	52,3	6,4	6,5	2,0
2013 Septembre	269,2	254,5	14,7	162,5	149,0	59,1	47,9	41,6	40,4	6,0	-	17,3	-	1,0	0,6
Octobre	277,1	250,5	26,6	176,1	156,9	56,7	46,7	38,2	32,0	6,2	-	14,9	-	2,8	0,6
Novembre	265,7	238,4	27,4	166,7	147,9	51,8	44,1	38,8	32,4	8,4	-	13,9	-	2,3	0,5
	<i>données cvs</i>														
2013 T1	793,9	743,5	50,4	483,4	442,6	158,2	134,3	127,0	112,3	25,3	-	54,4	-	-	-
T2	805,7	744,2	61,5	485,9	438,3	163,5	138,1	131,6	114,3	24,7	-	53,5	-	-	-
T3	797,4	754,7	42,7	478,2	441,0	165,3	137,8	129,8	119,5	24,2	-	56,4	-	-	-
2013 Septembre	268,9	254,6	14,3	161,8	148,3	56,5	47,3	42,2	40,1	8,4	-	18,9	-	-	-
Octobre	265,6	243,4	22,2	162,9	146,3	54,8	44,7	40,3	35,5	7,5	-	17,0	-	-	-
Novembre	269,6	246,1	23,5	166,2	147,6	54,9	45,4	41,3	36,3	7,3	-	16,8	-	-	-
	<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2013 Novembre	3 199,5	2 983,7	215,8	1 937,8	1 765,2	650,5	546,0	513,9	457,0	97,2	-	215,5	-	-	-
	<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2013 Novembre	33,5	31,3	2,3	20,3	18,5	6,8	5,7	5,4	4,8	1,0	-	2,3	-	-	-

G34 Balance des paiements de la zone euro : biens (données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



G35 Balance des paiements de la zone euro : services (données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE

7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital
(en milliards d'euros)

2. Revenus

(flux)

	Rémunération des salariés		Revenus d'investissements													
	Crédit	Débit	Total		Investissements directs						Investissements de portefeuille				Autres investissements	
			Crédit	Débit	Actions			Titres de créance			Actions		Titres de créance		Crédit	Débit
					Crédit	Débit	Bénéfices réinvestis	Crédit	Débit	Bénéfices réinvestis	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	25,1	12,4	472,7	447,4	247,2	47,2	153,6	46,0	23,4	24,3	28,8	83,8	95,7	120,9	77,6	64,7
2011	27,2	12,8	522,7	497,7	271,9	38,1	171,6	58,4	40,3	35,0	36,2	98,5	97,3	124,3	77,1	68,2
2012	28,8	13,2	506,7	472,9	251,5	49,7	155,4	16,2	44,4	38,2	43,0	104,0	99,2	117,1	68,6	58,2
2012 T3	7,1	3,9	124,3	110,1	61,1	17,4	37,7	12,4	11,3	9,0	10,0	20,4	25,2	29,2	16,7	13,8
T4	7,5	3,3	124,3	109,8	64,0	6,2	37,5	-15,0	11,5	10,4	8,0	20,3	24,8	27,9	16,1	13,7
2013 T1	7,1	2,5	114,9	101,0	57,4	24,1	34,3	15,4	9,9	7,9	7,5	17,5	24,6	28,6	15,4	12,6
T2	7,4	3,5	131,9	128,9	64,6	2,9	33,6	0,7	10,1	7,6	14,5	45,2	25,1	28,3	17,5	14,2
T3	7,3	4,0	119,6	110,1	58,2	17,4	37,0	14,5	10,1	9,4	12,2	24,2	24,8	27,7	14,3	11,7

3. Ventilation géographique

(flux cumulés)

	Total	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro						Brésil	Canada	Chine	Inde	Japon	Russie	Suisse	États-Unis	Autres pays
		Total	Dane-mark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE ¹⁾	Institutions de l'UE									
T4 2012 à T3 2013	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Crédit																
Compte de transactions courantes	3 193,6	1 013,0	55,0	96,9	482,6	316,2	62,3	64,9	46,7	155,1	39,3	68,5	124,3	251,0	426,5	1 004,2
Biens	1 928,9	602,9	35,8	57,8	260,4	248,8	0,2	34,1	24,2	118,4	28,6	43,8	87,9	131,0	223,2	635,0
Services	646,1	199,2	12,6	19,8	123,2	36,9	6,8	10,8	11,0	23,3	8,0	14,6	21,6	62,0	97,6	198,1
Revenus	519,9	147,7	5,6	17,2	87,4	27,4	10,0	19,5	10,7	12,7	2,5	9,4	14,2	48,4	99,8	155,1
Revenus d'investissements	490,7	139,9	4,8	17,1	85,8	26,6	5,7	19,5	10,7	12,6	2,4	9,4	14,1	33,1	98,4	150,6
Transferts courants	98,6	63,3	1,0	2,2	11,6	3,2	45,3	0,5	0,8	0,7	0,2	0,7	0,6	9,7	6,0	16,0
Compte de capital	31,0	26,9	0,0	0,0	1,3	0,4	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,0	0,4	2,4
Débit																
Compte de transactions courantes	3 002,0	957,2	53,6	92,8	406,6	286,9	117,3	39,3	29,1	-	35,8	90,9	156,3	211,3	394,2	-
Biens	1 772,5	507,0	30,4	51,3	197,1	228,2	0,0	26,6	14,0	195,5	26,6	43,6	140,1	104,9	147,9	566,1
Services	546,2	160,4	8,9	15,4	92,3	43,5	0,3	5,4	7,2	16,1	7,3	9,2	11,0	50,2	109,4	169,9
Revenus	463,1	156,7	13,0	24,4	105,2	9,6	4,5	5,9	5,9	-	0,9	37,3	4,2	46,6	130,8	-
Revenus d'investissements	449,7	149,7	12,9	24,3	103,7	4,3	4,5	5,8	5,7	-	0,7	37,1	4,0	46,1	129,7	-
Transferts courants	220,2	133,1	1,2	1,8	12,0	5,7	112,4	1,3	2,0	3,2	0,9	0,7	1,0	9,7	6,1	62,1
Compte de capital	13,0	3,9	0,1	0,1	3,1	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,7	1,1	6,3
Net																
Compte de transactions courantes	191,5	55,9	1,5	4,1	76,0	29,3	-55,0	25,6	17,6	-	3,5	-22,3	-32,0	39,7	32,2	-
Biens	156,4	95,9	5,4	6,5	63,2	20,6	0,2	7,4	10,2	-77,1	2,0	0,1	-52,3	26,1	75,3	68,8
Services	99,9	38,8	3,7	4,4	30,9	-6,6	6,4	-5,4	3,7	7,3	0,7	5,4	10,6	11,7	-11,9	28,1
Revenus	56,8	-9,1	-7,4	-7,2	-17,8	17,8	5,6	13,7	4,9	-	1,6	-27,9	10,0	1,8	-31,0	-
Revenus d'investissements	40,9	-9,8	-8,1	-7,2	-17,9	22,3	1,2	13,7	5,0	-	1,7	-27,7	10,1	-13,1	-31,3	-
Transferts courants	-121,6	-69,8	-0,2	0,4	-0,3	-2,5	-67,1	-0,8	-1,2	-2,5	-0,7	0,0	-0,3	0,0	-0,2	-46,1
Compte de capital	18,0	22,9	0,0	0,0	-1,8	0,0	24,8	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,6	-3,9

Source : BCE

1) Y compris la Croatie à partir du troisième trimestre 2013

7.3 Compte financier

(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux et autres variations sur la période)

1. État récapitulatif du compte financier

	Total ¹⁾			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés nets	Autres investissements		Avoirs de réserve
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Encours (position extérieure)														
2010	15 183,9	16 474,3	-1 290,4	165,6	179,7	-14,1	4 930,6	3 891,9	4 898,7	7 471,2	-31,1	4 794,5	5 111,2	591,2
2011	15 892,7	17 348,1	-1 455,4	168,6	184,1	-15,4	5 633,2	4 339,5	4 750,9	7 721,5	-29,7	4 871,2	5 287,0	667,1
2012	16 636,5	17 899,5	-1 262,9	175,4	188,7	-13,3	5 881,3	4 444,6	5 265,0	8 375,5	-17,6	4 818,4	5 079,3	689,4
2013 T1	17 085,0	18 258,0	-1 173,0	180,3	192,6	-12,4	5 957,5	4 501,4	5 535,1	8 621,7	-28,0	4 932,6	5 134,9	687,8
T2	16 886,5	18 194,8	-1 308,3	177,7	191,5	-13,8	6 145,7	4 633,2	5 368,7	8 551,9	-47,5	4 855,2	5 009,7	564,3
T3	16 818,0	18 092,8	-1 274,8	176,4	189,7	-13,4	6 069,2	4 596,8	5 463,5	8 676,2	-40,5	4 739,0	4 819,8	586,8
Variation des encours														
2009	504,2	387,6	116,6	5,7	4,3	1,3	497,0	272,5	513,7	896,9	-0,9	-591,0	-781,8	85,4
2010	1 444,8	1 248,7	196,0	15,8	13,6	2,1	517,7	359,3	557,8	607,4	-29,8	267,3	282,0	131,6
2011	708,8	873,8	-165,0	7,5	9,3	-1,8	702,6	447,6	-147,8	250,3	1,4	76,7	175,8	75,9
2012	743,9	551,4	192,5	7,8	5,8	2,0	248,1	105,1	514,1	654,0	12,2	-52,8	-207,7	22,3
2013 T2	-198,6	-63,2	-135,3	-8,3	-2,6	-5,7	188,2	131,8	-166,4	-69,8	-19,5	-77,4	-125,2	-123,5
T3	-68,5	-102,0	33,5	-2,9	-4,3	1,4	-76,5	-36,4	94,8	124,3	7,0	-116,2	-189,9	22,4
Flux														
2009	-89,4	-74,4	-15,0	-1,0	-0,8	-0,2	352,9	285,9	96,0	342,8	-19,0	-514,7	-703,1	-4,6
2010	646,5	652,6	-6,0	7,1	7,1	-0,1	352,6	273,6	130,9	240,1	-10,3	162,8	138,9	10,5
2011	670,3	626,2	44,2	7,1	6,6	0,5	524,0	438,2	-53,2	177,9	5,3	183,9	10,0	10,3
2012	522,0	381,0	140,9	5,5	4,0	1,5	329,9	326,3	186,4	258,7	-3,4	-4,8	-204,0	13,9
2013 T1	202,4	177,3	25,1	8,7	7,6	1,1	56,7	32,7	104,5	121,0	-8,4	49,6	23,5	0,0
T2	27,4	-31,5	58,8	1,1	-1,3	2,5	62,0	6,4	21,8	88,9	0,6	-58,2	-126,8	1,2
T3	-16,4	-74,7	58,3	-0,7	-3,1	2,4	31,8	4,0	63,4	67,3	-5,6	-108,9	-146,0	2,9
2013 Juillet	-10,7	-36,4	25,8	-	-	-	0,0	7,9	28,1	-3,7	2,6	-41,2	-40,6	-0,2
Août	14,9	4,6	10,2	-	-	-	27,0	26,1	-4,1	13,1	-6,5	-3,5	-34,5	2,0
Septembre	-20,6	-42,9	22,3	-	-	-	4,8	-29,9	39,4	57,9	-1,7	-64,2	-70,8	1,1
Octobre	88,6	61,1	27,5	-	-	-	21,8	20,1	6,7	8,8	-2,8	63,8	32,2	-0,9
Novembre	65,9	36,5	29,3	-	-	-	19,5	6,9	12,5	66,0	4,7	29,3	-36,4	-0,2
Autres variations														
2009	593,6	462,0	131,6	6,7	5,2	1,5	144,1	-13,4	417,6	554,1	18,2	-76,3	-78,7	90,0
2010	798,2	596,2	202,1	8,7	6,5	2,2	165,2	85,8	426,9	367,3	-19,4	104,5	143,1	121,1
2011	38,4	247,6	-209,2	0,4	2,6	-2,2	178,6	9,4	-94,6	72,5	-3,9	-107,2	165,8	65,6
2012	221,9	170,4	51,5	2,3	1,8	0,5	-81,7	-221,2	327,7	395,3	15,6	-48,0	-3,7	8,4
<i>Autres variations résultant des évolutions de taux de change</i>														
2009	-49,3	-56,1	6,8	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,5	.	-11,6	-27,2	-2,7
2010	477,4	325,0	152,4	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,5	.	160,9	161,5	13,1
2011	214,2	176,7	37,5	2,3	1,9	0,4	70,7	18,4	72,8	67,1	.	63,1	91,3	7,6
2012	-86,6	-91,4	4,8	-0,9	-1,0	0,1	-22,0	-5,6	-41,3	-37,5	.	-16,7	-48,3	-6,6
<i>Autres variations résultant des évolutions de prix</i>														
2009	634,8	492,7	142,1	7,1	5,5	1,6	147,4	29,4	423,5	463,4	18,2	.	.	45,8
2010	300,8	148,4	152,5	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	149,2	-19,4	.	.	101,6
2011	-116,3	-249,1	132,8	-1,2	-2,6	1,4	-38,1	7,1	-133,7	-256,2	-3,9	.	.	59,4
2012	266,0	588,2	-322,2	2,8	6,2	-3,4	38,8	-6,4	194,7	594,6	15,6	.	.	16,9
<i>Autres variations résultant d'autres ajustements</i>														
2009	8,4	25,5	-17,1	0,1	0,3	-0,2	2,0	-48,3	24,0	124,6	.	-64,4	-50,8	46,9
2010	20,0	122,8	-102,7	0,2	1,3	-1,1	-11,4	51,6	81,4	89,6	.	-56,4	-18,4	6,4
2011	-59,4	320,0	-379,4	-0,6	3,4	-4,0	146,0	-16,0	-33,8	261,5	.	-170,3	74,5	-1,4
2012	42,5	-326,4	368,9	0,4	-3,4	3,9	-98,6	-209,2	174,3	-161,8	.	-31,3	44,6	-1,9
Taux de croissance des encours														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,9	8,8	2,4	5,6	.	-10,1	-12,5	-1,3
2010	4,6	4,2	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,4	.	3,6	2,8	2,0
2011	4,5	3,8	-	.	.	.	10,7	11,2	-1,2	2,4	.	4,0	0,2	1,6
2012	3,3	2,2	-	.	.	.	5,9	7,6	3,8	3,3	.	-0,1	-3,8	2,0
2013 T1	2,5	1,3	-	.	.	.	5,5	6,1	3,3	4,1	.	-1,2	-6,7	1,7
T2	2,1	0,7	-	.	.	.	4,9	4,7	4,8	4,7	.	-3,2	-8,6	0,6
T3	1,6	0,1	-	.	.	.	4,5	2,9	5,2	5,2	.	-4,8	-10,0	1,1

Source : BCE

1) Les produits financiers dérivés nets sont inclus dans les avoirs.

7.3 Compte financier

(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

2. Investissements directs

	Des résidents à l'étranger							Des non-résidents dans la zone euro						
	Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)			Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)		
		Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM		Total	Dans les IFM	Dans les non-IFM	Total	Vers les IFM	Vers les non-IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Encours (position extérieure)														
2011	5 633,2	4 229,4	283,2	3 946,2	1 403,7	13,3	1 390,5	4 339,5	3 089,1	99,9	2 989,1	1 250,5	11,3	1 239,2
2012	5 881,3	4 374,3	290,2	4 084,1	1 507,0	12,0	1 495,0	4 444,6	3 124,5	106,6	3 017,8	1 320,2	11,3	1 308,9
2013 T2	6 145,7	4 532,6	277,3	4 255,2	1 613,2	12,3	1 600,9	4 633,2	3 215,0	108,2	3 106,8	1 418,2	12,3	1 406,0
T3	6 069,2	4 486,3	276,5	4 209,8	1 582,9	12,2	1 570,7	4 596,8	3 198,3	108,6	3 089,7	1 398,6	12,0	1 386,6
Flux														
2010	352,6	233,1	23,5	209,6	119,5	1,1	118,4	273,6	293,4	11,0	282,4	-19,8	-5,8	-14,0
2011	524,0	444,1	25,8	418,3	80,0	-3,2	83,1	438,2	400,6	10,1	390,5	37,6	0,6	37,0
2012	329,9	190,0	-1,7	191,7	139,9	-0,3	140,2	326,3	246,2	8,2	238,0	80,1	0,1	80,1
2013 T1	56,7	44,3	-0,9	45,2	12,5	1,1	11,4	32,7	56,9	3,3	53,5	-24,1	0,7	-24,8
T2	62,0	4,1	2,6	1,5	57,9	-0,8	58,6	6,4	-38,6	1,0	-39,6	44,9	0,2	44,7
T3	31,8	44,3	2,5	41,7	-12,4	0,0	-12,5	4,0	10,4	1,8	8,5	-6,3	-0,1	-6,2
2013 Juillet	0,0	-0,5	0,6	-1,1	0,4	-0,3	0,7	7,9	14,5	0,7	13,8	-6,6	-0,1	-6,5
Août	27,0	17,7	0,6	17,1	9,3	0,2	9,1	26,1	16,3	0,7	15,6	9,8	0,0	9,7
Septembre	4,8	27,0	1,3	25,7	-22,2	0,1	-22,3	-29,9	-20,4	0,5	-20,9	-9,5	-0,1	-9,4
Octobre	21,8	21,5	-0,2	21,7	0,3	0,0	0,3	20,1	19,0	0,4	18,6	1,1	-0,1	1,1
Novembre	19,5	8,7	1,0	7,8	10,8	-0,1	10,9	6,9	6,3	1,6	4,7	0,6	-0,2	0,8
Taux de croissance														
2011	10,7	11,6	9,6	11,8	7,4	-19,9	7,8	11,2	13,7	10,7	13,8	3,9	0,9	3,9
2012	5,9	4,5	-0,6	4,9	10,0	-2,5	10,2	7,6	8,1	8,3	8,1	6,4	0,4	6,5
2013 T1	5,5	4,2	-0,4	4,6	9,3	3,1	9,4	6,1	7,7	8,6	7,7	2,4	19,0	2,3
T2	4,9	3,0	0,9	3,1	10,7	5,2	10,7	4,7	5,8	7,7	5,7	2,1	19,7	2,0
T3	4,5	3,2	1,4	3,3	8,5	3,9	8,6	2,9	4,4	7,0	4,3	-0,7	1,9	-0,8

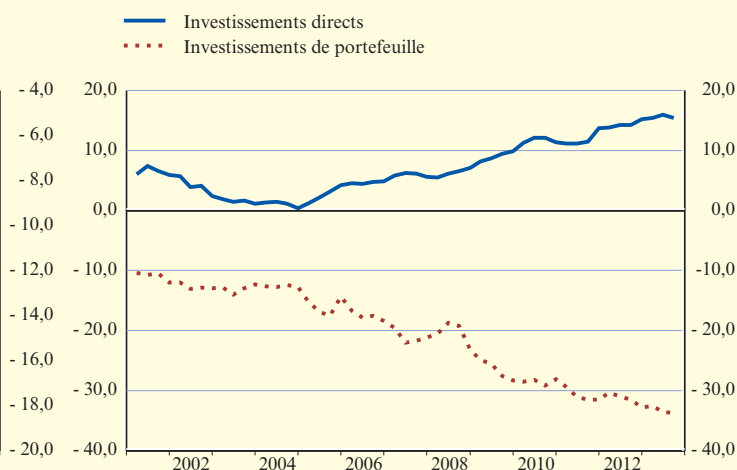
G36 Position extérieure de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



G37 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



Source : BCE

7.3 Compte financier

(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

3. Investissements de portefeuille : avoirs

	Total		Actions				Titres de créance									
	Total	IFM	Non-IFM		Obligations			Instruments du marché monétaire								
			Euro-système	Administrations publiques	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Encours (position extérieure)																
2011	4 750,9	1 693,8	59,3	2,6	1 634,5	39,4	2 587,2	721,2	16,1	1 866,1	96,0	469,8	302,5	58,8	167,4	0,5
2012	5 265,0	1 947,3	70,2	2,8	1 877,2	42,5	2 852,0	673,5	15,6	2 178,4	97,3	465,7	287,9	53,8	177,8	1,4
2013 T2	5 368,7	2 073,9	93,7	3,1	1 980,2	47,6	2 824,5	632,0	15,8	2 192,5	92,7	470,3	281,9	61,9	188,4	0,2
T3	5 463,5	2 171,6	114,2	3,1	2 057,4	48,5	2 826,0	617,8	16,4	2 208,2	91,4	465,9	289,4	58,4	176,5	0,1
Flux																
2010	130,9	75,2	-2,4	-0,7	77,6	1,9	100,4	-125,9	-0,6	226,3	51,5	-44,7	-64,0	-10,6	19,4	-1,9
2011	-53,2	-66,0	-10,7	-0,2	-55,4	-7,3	-21,4	-60,7	0,2	39,3	-2,8	34,2	25,9	10,4	8,3	0,2
2012	186,4	57,6	3,0	0,1	54,6	0,2	126,5	-38,8	-0,9	165,3	-8,5	2,3	-18,0	2,3	20,3	0,1
2013 T1	104,5	62,7	13,8	0,1	48,9	3,4	34,4	-17,1	1,1	51,5	0,7	7,4	4,8	0,6	2,6	-0,2
T2	21,8	13,9	3,8	0,0	10,1	0,8	8,8	-6,9	-0,6	15,7	-1,9	-0,9	-5,8	14,7	4,9	-0,3
T3	63,4	42,9	16,4	0,0	26,5	0,1	18,3	-13,0	0,7	31,3	-1,6	2,2	8,2	-2,4	-6,0	0,0
2013 Juillet	28,1	17,0	4,2	0,0	12,8	-	12,6	-3,0	0,4	15,5	-	-1,4	1,3	0,0	-2,8	-
Août	-4,1	-2,2	1,9	0,0	-4,1	-	-1,8	-6,6	0,4	4,8	-	-0,2	3,4	-2,7	-3,6	-
Septembre	39,4	28,1	10,3	0,0	17,7	-	7,5	-3,4	-0,1	10,9	-	3,8	3,5	0,2	0,3	-
Octobre	6,7	9,5	2,2	0,0	7,3	-	0,6	-2,7	-0,1	3,3	-	-3,4	-5,7	-5,4	2,3	-
Novembre	12,5	0,2	5,4	0,3	-5,2	-	8,3	-3,6	0,7	11,9	-	4,0	4,3	4,9	-0,3	-
Taux de croissance																
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,8	-7,7	1,3	2,2	-2,9	8,3	8,5	25,5	8,0	120,3
2012	3,8	3,1	5,0	3,0	3,1	0,1	4,8	-5,5	-5,7	8,6	-8,3	0,5	-5,5	3,7	12,3	29,8
2013 T1	3,3	5,3	20,9	5,9	4,7	14,3	3,8	-6,8	4,8	7,5	-6,2	-6,9	-12,1	13,0	3,3	56,2
T2	4,8	7,6	47,4	5,2	6,3	15,5	4,2	-4,0	3,3	6,9	-4,7	-2,3	-7,8	50,9	7,8	-67,0
T3	5,2	9,5	73,3	5,8	7,4	13,0	3,6	-4,5	11,1	6,1	-6,3	-2,0	-4,2	37,6	2,0	-56,3

4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total		Actions				Titres de créance					
	Total	IFM	Non-IFM		Obligations			Instruments du marché monétaire				
			Euro-système	Administrations publiques	Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours (position extérieure)												
2011	7 721,5	3 048,8	558,3	2 490,5	4 228,3	1 254,4	2 973,9	1 748,7	444,4	86,8	357,6	313,1
2012	8 375,5	3 475,4	537,3	2 938,1	4 438,9	1 192,2	3 246,8	1 962,7	461,2	87,9	373,3	298,1
2013 T2	8 551,9	3 603,9	500,3	3 103,6	4 456,1	1 151,5	3 304,6	2 003,3	492,0	111,8	380,2	306,6
T3	8 676,2	3 756,4	534,6	3 221,8	4 398,8	1 108,8	3 290,0	1 991,1	521,0	127,7	393,3	321,8
Flux												
2010	240,1	125,4	-16,9	142,3	161,1	50,2	110,9	187,5	-46,4	12,3	-58,7	-38,2
2011	177,9	73,8	18,4	55,4	151,7	75,7	76,0	80,6	-47,6	2,0	-49,6	-37,7
2012	258,7	144,1	-18,1	162,2	119,3	-55,5	174,7	160,8	-4,7	5,4	-10,0	-30,3
2013 T1	121,0	57,4	-8,2	65,6	27,3	-4,2	31,5	43,9	36,3	18,5	17,8	24,3
T2	88,9	83,9	-18,2	102,0	5,3	-23,7	29,0	18,6	-0,2	0,4	-0,6	-1,9
T3	67,3	45,4	11,5	33,9	-17,1	-22,2	5,1	2,7	39,0	23,7	15,2	16,6
2013 Juillet	-3,7	7,1	4,1	3,0	-28,4	-18,5	-10,0	-	17,7	2,3	15,4	-
Août	13,1	22,4	9,2	13,3	-10,9	-7,6	-3,4	-	1,6	7,7	-6,0	-
Sept.	57,9	15,9	-1,8	17,7	22,3	3,9	18,4	-	19,7	13,8	5,9	-
Octobre	8,8	14,4	-7,9	22,3	13,4	11,2	2,2	-	-19,1	-6,5	-12,5	-
Novembre	66,0	19,7	3,0	16,7	47,9	6,0	41,9	-	-1,6	-3,6	2,0	-
Taux de croissance												
2011	2,4	2,3	2,9	2,0	4,1	6,7	3,0	5,0	-9,2	8,2	-12,2	-11,1
2012	3,3	4,5	-3,3	6,1	2,8	-4,5	5,8	9,2	-0,9	6,1	-2,6	-9,2
2013 T1	4,1	4,8	-6,4	7,1	3,5	-2,2	5,8	9,3	4,4	22,0	0,4	-3,6
T2	4,7	7,6	-7,5	10,6	2,6	-2,9	4,7	7,3	3,3	12,6	1,0	-0,4
T3	5,2	7,8	-4,7	10,2	1,5	-4,3	3,7	5,1	22,4	61,7	13,4	10,6

Source : BCE

7.3 Compte financier

(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

5. Autres investissements : avoirs

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9		10	11		12	13	14	15
Encours (position extérieure)															
2011	4 871,2	35,5	35,2	0,3	3 069,1	3 007,5	61,6	162,7	6,8	116,4	30,2	1 604,0	247,7	1 161,4	491,3
2012	4 818,4	40,1	39,9	0,3	2 923,8	2 853,6	70,2	167,9	5,3	121,4	29,2	1 686,6	253,9	1 236,8	524,7
2013	4 855,2	17,9	17,6	0,3	2 940,0	2 872,9	67,1	151,2	5,1	103,9	24,0	1 746,2	247,1	1 249,2	567,5
T2															
T3	4 739,0	24,6	24,3	0,3	2 847,2	2 763,2	84,0	148,7	5,0	101,9	22,7	1 718,5	245,1	1 221,4	556,2
Flux															
2010	162,8	-2,9	-2,8	0,0	10,1	1,3	8,9	41,5	-0,2	41,1	4,9	114,1	8,6	81,6	50,6
2011	183,9	-2,7	-2,8	0,1	50,5	20,7	29,9	4,4	-0,3	4,2	10,3	131,7	8,5	99,0	38,1
2012	-4,8	5,2	5,2	0,0	-122,4	-130,5	8,1	4,7	-1,5	6,4	-1,0	107,7	8,4	74,5	37,7
2013	49,6	-6,8	-6,8	0,0	11,9	12,7	-0,8	-10,7	-0,3	-11,0	-5,1	55,1	2,4	40,1	55,8
T1															
T2	-58,2	-10,9	-10,9	0,0	11,9	14,1	-2,2	-4,6	0,0	-4,4	-0,2	-54,6	-0,1	-58,2	-19,6
T3	-108,9	6,3	6,3	0,0	-72,0	-89,0	17,0	-1,8	-0,1	-1,8	-1,2	-41,4	-1,5	-40,5	-28,5
2013															
Juillet	-41,2	3,5	-	-	-32,8	-	-	-5,0	-	-	-2,6	-6,9	-	-	-14,7
Août	-3,5	-2,3	-	-	8,7	-	-	2,8	-	-	1,0	-12,6	-	-	2,4
Septembre	-64,2	5,1	-	-	-47,8	-	-	0,5	-	-	0,4	-22,0	-	-	-16,2
Octobre	63,8	-4,6	-	-	76,7	-	-	1,8	-	-	2,1	-10,1	-	-	-10,0
Novembre	29,3	-5,2	-	-	5,6	-	-	5,5	-	-	4,0	23,3	-	-	22,4
Taux de croissance															
2011	4,0	-5,4	-5,5	40,4	1,8	0,8	76,8	3,0	-3,3	4,2	51,5	8,3	3,9	8,1	9,0
2012	-0,1	13,1	13,2	-0,6	-3,9	-4,3	13,7	3,1	-22,2	5,9	-3,3	6,8	3,4	6,5	7,8
2013	-1,2	-9,1	-9,1	-3,2	-4,6	-5,1	22,6	3,5	-24,3	5,3	-1,7	4,8	-2,4	5,8	9,8
T1															
T2	-3,2	-22,3	-22,5	0,1	-4,2	-4,2	-5,9	-3,6	-24,8	-4,7	-20,3	-0,9	-2,4	-3,1	3,8
T3	-4,8	-13,2	-13,2	-0,3	-5,3	-5,7	8,9	1,1	-5,5	0,6	-9,5	-4,1	-0,7	-6,1	-2,3

6. Autres investissements : engagements

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Encours (position extérieure)															
2011	5 287,0	412,7	409,9	2,8	3 212,3	3 145,5	66,8	224,1	0,1	217,2	6,8	1 438,0	226,3	1 027,2	184,5
2012	5 079,3	428,9	428,0	0,9	2 963,8	2 881,1	82,7	227,5	0,1	219,9	7,4	1 459,2	228,8	994,0	236,4
2013	5 009,7	375,2	373,8	1,4	2 854,3	2 791,0	63,3	223,1	0,1	216,4	6,6	1 557,0	228,1	1 055,8	273,0
T2															
T3	4 819,8	361,7	360,1	1,6	2 730,8	2 650,0	80,7	226,0	0,2	219,1	6,7	1 501,4	228,4	1 006,7	266,3
Flux															
2010	138,9	9,4	6,8	2,6	-8,7	-14,6	5,9	64,9	0,0	64,3	0,5	73,2	16,0	31,1	26,2
2011	10,0	135,1	135,3	-0,2	-289,1	-327,8	38,7	74,1	0,0	74,1	0,0	90,0	10,5	63,5	16,0
2012	-204,0	19,0	20,9	-1,8	-234,6	-251,7	17,2	3,7	0,0	2,7	1,0	7,8	7,4	-14,3	14,7
2013	23,5	-32,2	-32,2	0,0	-0,4	0,2	-0,7	-0,8	0,0	0,4	-1,2	57,0	2,5	31,4	23,1
T1															
T2	-126,8	-21,5	-22,0	0,5	-93,7	-75,9	-17,8	-0,3	0,0	-1,1	0,8	-11,3	-1,4	5,1	-15,0
T3	-146,0	-10,3	-10,4	0,2	-107,5	-124,9	17,4	4,5	0,0	4,2	0,2	-32,7	0,9	-36,4	2,8
2013															
Juillet	-40,6	-5,3	-	-	-23,5	-	-	1,4	-	-	-	-13,2	-	-	-
Août	-34,5	-1,1	-	-	-26,1	-	-	0,2	-	-	-	-7,5	-	-	-
Septembre	-70,8	-3,8	-	-	-57,9	-	-	2,9	-	-	-	-12,0	-	-	-
Octobre	32,2	-9,6	-	-	52,8	-	-	-3,7	-	-	-	-7,3	-	-	-
Novembre	-36,4	-9,3	-	-	-27,8	-	-	-0,6	-	-	-	1,3	-	-	-
Taux de croissance															
2011	0,2	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,9	50,4	.	52,7	-0,6	7,6	5,2	7,4	11,0
2012	-3,8	4,8	5,3	.	-7,3	-8,0	25,8	1,7	.	1,2	16,0	0,5	3,3	-1,5	8,5
2013	-6,7	18,6	19,3	.	-12,5	-13,3	29,0	-2,0	.	-2,0	-3,0	0,2	1,0	-1,6	7,1
T1															
T2	-8,6	-8,1	-8,1	.	-12,1	-12,0	-15,8	-5,0	.	-5,2	2,4	-1,7	0,2	-2,0	-1,7
T3	-10,0	-14,9	-15,0	.	-13,1	-13,5	2,8	-1,0	.	-1,1	3,3	-3,8	1,5	-4,3	-6,8

Source : BCE

7.3 Compte financier

(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

7. Avoirs de réserve ¹⁾

	Avoirs de réserve													Pour mémoire			
	Total	Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises								Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme	Allocations de DTS
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts		Titres				Produits financiers dérivés				
	Auprès des autorités monétaires et de la BRI			Auprès des banques	Total		Actions	Obligations	Instruments du marché monétaire								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
	Encours (position extérieure)																
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,0	422,1	346,846	54,0	30,2	160,8	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0
2013 T1	687,8	432,7	346,696	52,5	32,4	169,6	5,3	10,0	154,4	0,2	132,6	21,6	-0,1	0,6	31,2	-35,8	55,1
T2	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
T3	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
2013 Novembre	561,5	319,0	346,566	50,7	28,9	162,0	4,5	8,8	148,5	0,2	137,2	11,1	0,3	0,9	23,0	-29,5	53,2
Décembre	542,4	301,9	346,566	50,1	28,9	160,4	6,6	5,7	147,7	0,2	133,3	14,1	0,4	1,0	22,5	-30,1	52,7
	Flux																
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2011	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-
2012	13,9	0,0	-	-0,3	3,4	10,2	0,6	1,2	8,0	-0,4	-0,7	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013 T1	0,0	0,0	-	-0,5	0,3	0,2	-1,1	0,8	0,9	0,0	-0,8	1,7	-0,5	0,0	-	-	-
T2	1,2	0,0	-	-0,3	-0,3	1,5	0,1	-1,8	3,5	0,0	6,4	-2,8	-0,2	0,2	-	-	-
T3	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-
	Taux de croissance																
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,0	0,0	-	-0,5	11,0	6,5	12,2	15,2	5,6	-53,5	-0,6	82,5	-	-	-	-	-
2013 T1	1,7	0,0	-	-0,9	7,4	6,1	-6,6	30,5	5,5	-50,1	-0,3	67,7	-	-	-	-	-
T2	0,6	0,0	-	-0,9	2,4	2,0	-19,1	-1,6	3,4	-41,8	4,7	-4,5	-	-	-	-	-
T3	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,7	-13,6	22,4	6,0	0,0	6,9	-0,6	-	-	-	-	-

8. Dette extérieure brute

	Total	Par instruments					Par secteurs (hors investissements directs)				
		Prêts, monnaie fiduciaire et dépôts	Instruments du marché monétaire	Obligations	Crédits commerciaux	Autres engagements	Investissements directs : prêts intragroupes	Administrations publiques	Eurosystème	IFM (hors Eurosystème)	Autres secteurs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Encours (position extérieure)										
2010	10 910,7	4 708,7	453,3	3 824,0	202,5	200,0	1 522,2	2 140,9	271,0	4 743,7	2 232,9
2011	11 929,7	4 799,8	444,4	4 228,3	226,4	260,9	1 970,0	2 285,9	412,7	4 553,5	2 707,8
2012	12 091,6	4 522,9	461,2	4 438,9	229,0	327,5	2 112,2	2 488,3	428,9	4 243,9	2 818,4
2013 T1	12 254,2	4 544,4	501,2	4 498,1	231,7	358,7	2 119,9	2 553,8	398,6	4 273,2	2 908,6
T2	12 208,7	4 437,1	492,0	4 456,1	228,3	344,2	2 251,0	2 533,0	375,2	4 117,6	2 931,9
T3	11 964,4	4 236,0	521,0	4 398,8	228,5	355,2	2 224,8	2 538,8	361,7	3 967,3	2 871,8
	Encours en pourcentage du PIB										
2010	119,1	51,4	4,9	41,7	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,8	24,4
2011	126,6	51,0	4,7	44,9	2,4	2,8	20,9	24,3	4,4	48,3	28,7
2012	127,5	47,7	4,9	46,8	2,4	3,5	22,3	26,2	4,5	44,7	29,7
2013 T1	129,1	47,9	5,3	47,4	2,4	3,8	22,3	26,9	4,2	45,0	30,6
T2	128,3	46,6	5,2	46,8	2,4	3,6	23,7	26,6	3,9	43,3	30,8
T3	125,4	44,4	5,5	46,1	2,4	3,7	23,3	26,6	3,8	41,6	30,1

Source : BCE

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, conformément à l'approche retenue pour les avoirs de réserve de l'Eurosystème. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

7.3 Compte financier

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période ; flux sur la période)

9. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)						Canada	Chine	Japon	Suisse	États-Unis	Centres financiers extra-territoriaux	Organisations internationales	Autres pays
	1	Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE 1)	Institutions de l'UE	8	9	10	11	12	13	14	15
2012		Encours (position extérieure)													
Investissements directs	1 436,7	421,2	-16,2	19,6	135,0	284,0	-1,2	103,4	79,0	-22,3	161,0	176,1	-223,4	-0,2	741,7
À l'étranger	5 881,3	1 689,6	29,4	171,7	1 156,7	331,7	0,1	211,4	99,6	79,2	597,2	1 322,6	585,4	0,1	1 296,3
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	4 374,3	1 250,6	22,8	103,9	867,4	256,4	0,0	165,3	81,3	57,1	451,3	929,8	486,6	0,1	952,2
Autres opérations	1 507,0	439,0	6,5	67,8	289,4	75,2	0,1	46,1	18,3	22,1	145,9	392,7	98,8	0,0	344,2
Dans la zone euro	4 444,6	1 268,4	45,6	152,2	1 021,7	47,7	1,3	108,0	20,6	101,5	436,1	1 146,4	808,7	0,3	554,6
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	3 124,5	1 017,0	36,8	136,2	810,0	32,7	1,3	86,9	7,8	88,1	262,7	856,5	425,6	0,0	379,7
Autres opérations	1 320,2	251,4	8,7	16,0	211,8	14,9	0,0	21,1	12,7	13,4	173,4	289,9	383,1	0,2	174,9
Investissements de portefeuille – avoirs	5 265,0	1 678,1	99,7	227,9	1 044,3	120,0	186,3	102,1	61,2	215,1	131,4	1 637,4	433,2	33,1	973,4
Actions	1 947,3	391,2	17,2	48,9	310,4	14,4	0,1	39,6	57,2	105,7	117,1	621,1	237,0	0,9	377,6
Titres de créance	3 317,7	1 286,9	82,4	178,9	733,8	105,6	186,1	62,4	4,0	109,5	14,3	1 016,3	196,2	32,2	595,8
Obligations	2 852,0	1 135,7	75,8	148,5	621,7	104,7	185,0	58,1	2,6	36,8	11,2	855,2	184,4	31,6	536,3
Instruments du marché monétaire	465,7	151,3	6,6	30,4	112,1	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,1	11,8	0,6	59,5
Autres investissements	-260,9	-240,7	10,7	-26,1	-47,1	45,0	-223,1	1,7	-15,7	5,1	-32,8	54,5	51,3	-77,1	-7,3
Avoirs	4 818,4	2 188,4	77,4	85,7	1 840,4	165,6	19,3	27,9	48,9	81,9	268,0	676,7	537,3	36,6	952,8
Administrations publiques	167,9	65,6	1,0	4,6	43,4	1,8	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,6	50,2
IFM	2 963,9	1 530,7	58,4	49,8	1 292,0	128,2	2,2	16,4	24,3	65,9	146,8	394,7	392,6	5,2	387,4
Autres secteurs	1 686,6	592,0	18,0	31,2	505,0	35,6	2,2	9,7	21,5	15,1	119,8	270,9	141,4	0,8	515,2
Engagements	5 079,3	2 429,0	66,8	111,7	1 887,5	120,6	242,4	26,2	64,6	76,8	300,8	622,1	485,9	113,7	960,0
Administrations publiques	227,5	107,1	0,3	0,9	26,3	0,2	79,4	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,1	5,1
IFM	3 392,7	1 644,5	56,3	86,6	1 306,0	92,9	102,7	17,0	38,2	50,7	239,2	338,5	387,9	28,1	648,5
Autres secteurs	1 459,2	677,4	10,1	24,2	555,1	27,6	60,3	9,1	26,4	26,0	60,6	254,0	96,8	2,5	306,5
T4 2012 à T3 2013		Flux cumulés													
Investissements directs	134,9	44,7	-8,3	-36,2	84,5	4,7	0,0	-1,9	3,6	0,1	37,3	38,6	-44,1	0,0	56,6
À l'étranger	263,3	52,5	0,9	-1,3	44,4	8,5	0,0	-0,1	8,3	1,4	36,0	55,5	-3,2	0,0	112,8
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	139,1	56,6	0,9	8,3	42,0	5,4	0,0	4,0	7,5	1,0	6,4	31,5	-11,9	0,0	43,9
Autres opérations	124,2	-4,1	0,0	-9,6	2,3	3,1	0,0	-4,1	0,8	0,5	29,6	24,0	8,7	0,0	68,9
Dans la zone euro	128,3	7,8	9,2	35,0	-40,2	3,9	0,0	1,8	4,7	1,3	-1,3	17,0	40,9	0,0	56,2
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	137,8	12,2	7,9	23,6	-20,1	0,9	0,0	1,9	4,5	5,3	2,7	4,8	75,9	0,0	30,4
Autres opérations	-9,4	-4,4	1,3	11,4	-20,1	3,0	0,0	-0,1	0,2	-3,9	-4,0	12,2	-35,0	0,0	25,7
Investissements de portefeuille – avoirs	271,2	11,1	4,5	-0,9	-11,4	8,5	10,3	8,1	6,6	35,2	7,9	74,2	5,0	-0,6	123,7
Actions	180,0	39,1	2,3	3,3	33,4	0,1	0,0	2,0	5,5	28,7	6,0	68,7	4,3	0,0	25,6
Titres de créance	91,2	-28,0	2,3	-4,2	-44,9	8,4	10,3	6,1	1,1	6,5	1,9	5,4	0,6	-0,6	98,1
Obligations	101,3	-1,1	1,7	-0,5	-21,9	7,3	12,2	4,1	0,4	-7,4	-0,1	9,8	-6,1	-1,1	102,8
Instruments du marché monétaire	-10,1	-26,9	0,6	-3,7	-23,0	1,1	-1,9	2,0	0,7	13,9	2,0	-4,4	6,8	0,5	-4,7
Autres investissements	299,8	151,9	2,4	23,9	127,9	-9,5	7,1	-5,0	23,2	44,0	28,4	-1,1	22,0	-23,8	60,3
Avoirs	-242,4	-229,3	-6,0	3,8	-213,3	-12,9	-1,0	-1,4	4,0	28,1	-10,1	-26,4	-3,7	1,1	-4,7
Administrations publiques	1,5	-2,3	0,2	-0,8	-2,5	0,0	0,9	0,1	-0,1	-0,4	0,4	0,7	0,7	0,2	2,2
IFM	-168,9	-217,5	-9,6	-1,4	-190,8	-13,8	-2,0	0,6	4,9	27,2	-5,5	1,9	24,4	0,3	-5,2
Autres secteurs	-74,9	-9,4	3,4	6,0	-20,0	1,0	0,2	-2,2	-0,8	1,3	-4,9	-29,0	-28,8	0,6	-1,7
Engagements	-542,2	-381,2	-8,4	-20,1	-341,2	-3,4	-8,1	3,6	-19,1	-15,8	-38,5	-25,2	-25,8	24,9	-65,0
Administrations publiques	-2,4	-5,5	0,1	0,3	-10,7	0,0	4,8	0,2	0,0	0,0	0,5	-8,7	-0,1	10,2	1,2
IFM	-481,2	-336,2	-9,5	-17,3	-288,7	-5,5	-15,1	0,8	-19,2	-15,0	-37,8	-2,9	-30,9	14,2	-54,1
Autres secteurs	-58,5	-39,5	1,0	-3,1	-41,9	2,2	2,2	2,6	0,1	-0,8	-1,1	-13,6	5,2	0,5	-12,0

Source : BCE

1) Y compris la Croatie à partir du troisième trimestre 2013

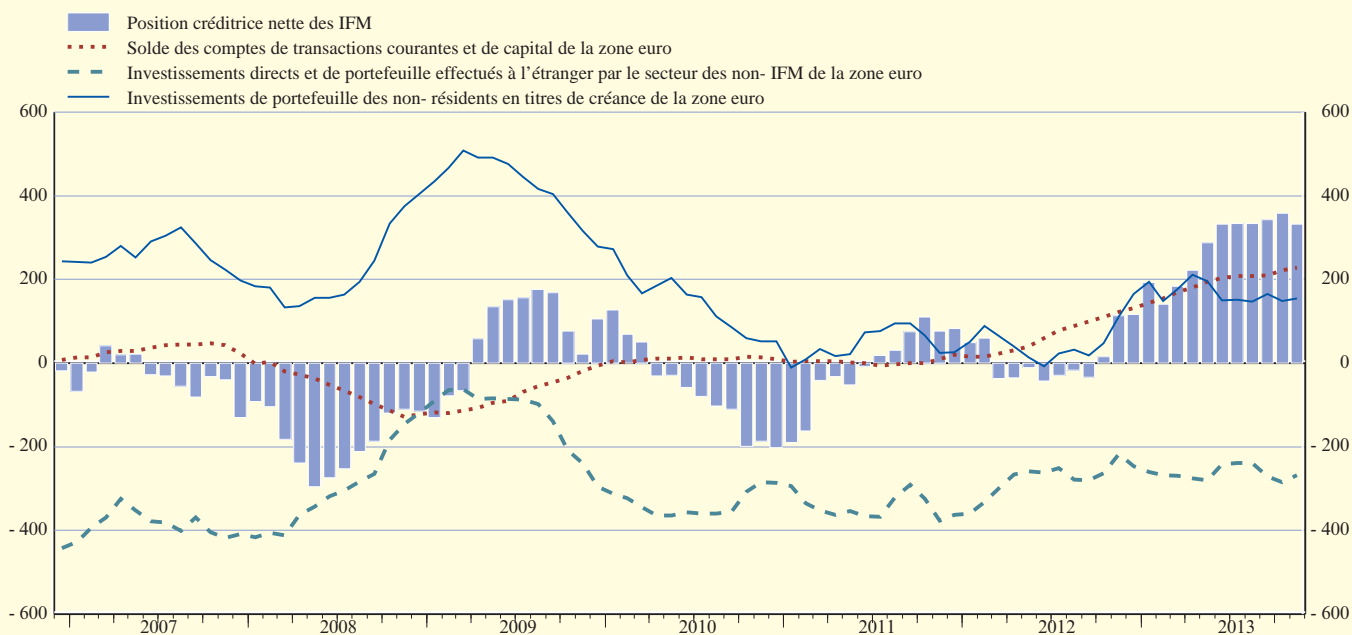
7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements ¹⁾

(flux en milliards d'euros)

	Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM											
	Total	Solde des comptes de transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM								Produits financiers dérivés	Erreurs et omissions
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements			
	1	2	Des résidents à l'étranger	Des non-résidents dans la zone euro	Avoirs		Engagements		Avoirs	Engagements	11	12
					Actions	Titres de créance	Actions	Titres de créance				
		3	4	5	6	7	8	9	10			
2010	-202,5	9,4	-327,7	268,0	-77,4	-245,6	142,4	52,3	-154,8	138,0	10,3	-17,4
2011	82,5	19,2	-501,4	427,5	55,4	-47,6	55,4	26,4	-136,1	164,1	-5,3	25,0
2012	116,3	131,2	-331,9	318,1	-54,6	-185,6	162,2	164,7	-112,4	11,5	3,4	9,8
2012 T3	43,2	47,2	-50,9	79,1	-5,6	-48,2	37,7	5,2	-7,2	-3,8	-2,9	-7,5
T4	108,3	68,2	-112,9	84,6	-50,5	-34,8	91,4	66,9	15,5	-77,4	25,4	32,0
2013 T1	29,3	26,4	-56,6	28,7	-48,9	-54,1	65,6	49,3	-44,5	56,2	8,4	-1,2
T2	150,7	61,6	-60,1	5,1	-10,1	-20,6	102,0	28,4	59,2	-11,5	-0,6	-2,8
T3	54,4	53,4	-29,2	2,3	-26,5	-25,3	33,9	20,3	43,2	-28,2	5,6	4,9
2012 Novembre	64,5	23,1	-28,0	43,7	-7,8	-21,2	21,8	37,9	-15,7	-6,9	6,2	11,4
Décembre	34,9	29,1	-23,8	28,1	-34,2	-1,3	30,3	22,2	25,9	-60,2	9,5	9,5
2013 Janvier	39,1	-6,7	-23,7	11,3	-16,9	-19,5	38,1	14,6	-1,2	36,5	4,6	2,0
Février	-32,6	10,1	-14,4	15,5	-17,3	-28,2	10,3	4,2	-27,6	11,1	2,7	0,9
Mars	22,9	22,9	-18,5	2,0	-14,8	-6,5	17,2	30,6	-15,7	8,6	1,1	-4,2
Avril	10,9	16,6	-22,8	3,9	-19,5	-25,2	21,1	30,3	-13,1	21,3	-5,8	4,1
Mai	84,0	13,9	-9,9	-7,5	-5,6	-9,2	49,5	23,1	41,5	-2,1	-8,3	-1,2
Juin	55,8	31,1	-27,3	8,7	15,1	13,9	31,4	-25,0	30,8	-30,7	13,5	-5,6
Juillet	13,6	26,5	0,4	7,3	-12,8	-12,8	3,0	5,4	11,9	-11,8	-2,6	-0,8
Août	25,1	11,7	-26,2	25,3	4,1	-1,2	13,3	-9,4	9,8	-7,3	6,5	-1,5
Septembre	15,6	15,2	-3,4	-30,3	-17,7	-11,3	17,7	24,3	21,5	-9,1	1,7	7,1
Octobre	24,5	28,9	-22,0	19,8	-7,3	-5,5	22,3	-10,3	8,3	-11,0	2,8	-1,3
Novembre	37,5	29,1	-18,6	5,5	5,2	-11,6	16,7	43,9	-28,8	0,7	-4,7	0,2
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>												
2013 Novembre	331,2	228,4	-210,3	89,5	-121,8	-118,4	270,8	153,8	63,3	-54,1	20,9	9,2

G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur ¹⁾

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

7.5 Échanges de biens

 1. Valeurs et volumes par groupes de produits ¹⁾

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total				Pour mémoire :	
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Biens intermédiaires		Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2011	13,0	13,3	1 748,1	879,6	353,7	474,5	1 426,8	1 761,4	1 128,0	240,3	367,3	1 104,9	324,4
2012	7,5	1,9	1 877,9	931,5	386,0	516,3	1 523,9	1 791,2	1 149,0	246,6	369,4	1 093,3	361,3
2012 T4	5,7	1,1	468,9	232,0	96,5	128,7	378,6	439,9	280,8	59,6	91,8	268,6	90,1
2013 T1	0,7	-5,2	473,5	235,5	96,0	132,8	382,7	437,2	278,9	59,9	91,2	269,3	86,9
T2	1,6	-3,0	473,5	230,9	96,8	132,2	384,8	433,6	274,8	59,3	91,2	267,9	85,1
T3	0,1	-2,0	471,5	229,7	94,7	133,4	383,9	435,1	273,9	59,4	93,4	269,3	86,7
2013 Juin	-3,1	-4,8	158,1	76,9	32,1	44,4	127,7	145,9	92,1	19,9	30,9	89,0	28,0
Juillet	3,1	0,3	156,1	76,1	31,7	44,0	127,7	145,1	92,2	19,5	30,9	89,7	29,5
Août	-5,8	-7,5	157,1	76,7	31,6	44,7	128,0	144,6	91,5	20,2	30,6	89,0	28,8
Septembre	2,8	1,3	158,3	76,9	31,4	44,8	128,1	145,5	90,2	19,6	31,9	90,6	28,4
Octobre	1,0	-3,5	158,3	76,9	32,1	44,8	129,5	144,0	90,7	19,4	31,3	89,8	28,9
Novembre	-2,2	-5,4	158,1	77,6	32,2	44,5	128,7	142,1	87,6	20,0	31,8	89,2	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2011	7,6	3,2	108,2	107,6	111,0	107,8	108,8	103,0	103,7	103,1	100,8	104,8	98,0
2012	3,7	-2,9	111,9	110,3	117,0	111,7	112,6	99,5	100,8	99,4	96,1	99,8	99,2
2012 T4	2,6	-2,3	111,4	109,7	116,8	110,8	111,5	98,0	99,1	96,3	95,0	97,7	100,1
2013 T1	0,0	-4,3	113,2	111,9	116,2	115,6	113,6	98,4	99,6	96,1	95,5	98,9	97,5
T2	1,5	-1,1	113,2	110,3	116,0	114,4	113,7	99,0	100,9	94,2	94,9	98,1	101,3
T3	1,7	1,7	113,3	110,7	114,1	115,6	114,0	99,4	100,0	96,4	97,3	99,4	100,3
2013 Mai	-0,2	-3,4	112,0	109,7	113,8	112,9	115,6	98,5	100,1	93,7	94,9	100,3	102,3
Juin	-3,1	-2,9	113,3	110,5	114,9	114,8	112,9	100,4	102,0	95,1	96,3	97,9	100,3
Juillet	4,3	2,8	112,7	110,4	114,0	114,6	113,9	100,0	102,2	93,9	96,7	99,0	105,5
Août	-4,0	-3,1	113,1	110,7	114,3	116,1	114,0	99,0	99,9	99,2	95,6	98,7	98,9
Septembre	4,4	5,5	114,0	111,1	113,9	116,0	114,1	99,1	98,0	99,9	99,6	100,5	96,4
Octobre	2,0	0,0	114,0	111,4	116,4	115,3	114,9	99,3	100,2	94,8	98,2	99,6	100,6

 2. Prix ²⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) ³⁾							Prix à l'importation des produits industriels (CAF)						
	Total (indice : 2010 = 100)	Total					Pour mémoire : produits manufacturés	Total (indice : 2010 = 100)	Total					Pour mémoire : produits manufacturés
		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie	Biens intermédiaires			Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			
% du total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	103,8	3,8	5,4	1,1	1,6	22,4	3,6	107,6	7,5	4,1	-1,5	3,6	25,5	2,9
2012	106,1	2,3	0,9	1,8	2,2	9,5	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	7,2	2,1
2013 T1	105,8	-0,1	-0,5	0,3	1,3	-5,3	-0,1	109,9	-1,6	-0,9	-1,2	1,2	-4,1	-0,6
T2	105,1	-0,9	-1,6	0,1	1,1	-8,8	-0,8	107,9	-2,8	-2,1	-1,6	0,6	-6,0	-1,4
T3	105,0	-1,5	-1,8	-0,6	0,7	-9,4	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,7	-0,9	-5,6	-2,6
2013 Juin	104,8	-0,9	-1,7	-0,5	0,7	-3,6	-0,8	107,4	-1,9	-2,7	-2,3	-0,3	-1,9	-1,7
Juillet	105,1	-1,1	-1,5	-0,6	0,7	-5,6	-0,9	108,0	-2,8	-3,2	-3,0	-0,8	-3,8	-2,4
Août	105,0	-1,7	-1,8	-0,7	0,6	-11,2	-1,6	108,1	-4,0	-3,4	-2,8	-1,2	-7,4	-2,8
Septembre	104,9	-1,6	-2,1	-0,3	0,8	-11,4	-1,5	108,2	-3,1	-3,1	-2,1	-0,7	-5,4	-2,5
Octobre	104,5	-1,6	-2,1	-0,5	0,7	-11,4	-1,5	106,9	-3,6	-3,0	-2,7	-0,8	-6,3	-2,7
Novembre	104,4	-1,5	-2,1	-0,4	0,4	-8,4	-1,3	107,0	-3,2	-3,0	-2,6	-0,7	-5,4	-2,5

Source : Eurostat

- Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 2, les groupes des biens intermédiaires et des biens de consommation comprennent les produits agricoles et énergétiques.
- Groupes de produits selon la classification des grands regroupements industriels. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 1, les biens intermédiaires et les biens de consommation ne recouvrent pas les produits agricoles et énergétiques. La composition des produits manufacturés est différente de celle des données présentées dans les colonnes 7 et 12 du tableau 1. Ces données sont des indices de prix qui reflètent les variations pures des prix d'un panier de produits et ne sont pas de simples ratios des données en valeur et en volume présentées dans le tableau 1, qui sont affectés par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels importés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

7.5 Échanges de biens

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; cvs)

3. Ventilation géographique

	Total 1	États membres de l'UE (hors zone euro)				Russie 6	Suisse 7	Turquie 8	États-Unis 9	Asie		Afrique 13	Amérique latine 14	Autres pays 15	
		Dane- mark 2	Suède 3	Royaume- Uni 4	Autres pays de l'UE 5					Chine 11	Japon 12				
Exportations (FAB)															
2011	1 748,1	32,9	60,5	213,5	250,6	79,9	109,2	56,8	200,6	405,6	115,6	39,4	112,3	84,6	141,8
2012	1 877,9	33,8	58,9	230,5	252,4	90,1	116,6	59,5	224,4	439,9	120,8	44,8	126,3	97,4	148,2
2012 T2	468,1	8,5	14,9	57,3	63,1	22,7	29,3	14,5	56,2	109,3	30,5	11,4	31,4	24,4	36,5
T3	474,8	8,4	14,8	58,3	63,4	22,8	29,2	15,1	58,5	110,6	29,8	11,6	31,2	24,5	38,0
T4	468,9	8,5	14,2	58,2	62,6	22,5	28,7	15,3	53,9	111,3	29,1	11,2	32,5	24,9	36,3
2013 T1	473,5	8,6	14,5	58,4	64,0	23,1	28,2	15,6	55,5	110,4	29,6	11,0	34,2	25,0	36,1
T2	473,5	8,6	14,6	59,1	63,3	22,4	27,4	15,5	54,9	110,0	30,0	10,7	33,0	24,6	40,0
T3	471,5	8,7	15,0	60,1	64,8	21,3	27,8	14,7	55,4	110,1	31,3	11,2	31,8	24,7	37,0
2013 Juin	158,1	2,9	4,8	20,1	21,3	7,2	8,9	5,1	17,7	36,0	9,9	3,6	11,0	8,0	15,2
Juillet	156,1	2,9	5,2	19,9	21,5	7,4	9,6	4,9	17,8	36,5	10,2	3,6	10,9	8,3	11,2
Août	157,1	2,9	5,0	19,8	21,7	6,9	9,2	4,9	18,7	37,0	10,8	3,7	10,6	8,2	12,1
Septembre	158,3	2,9	4,8	20,4	21,6	7,0	9,0	5,0	18,9	36,6	10,3	3,8	10,3	8,2	13,7
Octobre	158,3	2,9	5,3	20,4	22,1	7,2	9,3	4,8	18,8	37,3	10,5	3,6	10,3	8,3	11,7
Novembre	158,1	.	.	.	.	6,6	9,4	5,2	18,6	37,5	10,7	3,7	10,1	7,7	.
<i>part en pourcentage du total des exportations</i>															
2012	100,0	1,8	3,1	12,3	13,4	4,8	6,2	3,2	11,9	23,4	6,4	2,4	6,7	5,2	7,9
Importations (CAF)															
2011	1 761,4	29,9	53,2	166,9	231,7	138,8	81,6	35,0	140,8	553,5	218,5	52,6	129,2	91,2	109,8
2012	1 791,2	28,8	52,8	167,2	232,5	144,0	81,9	34,1	151,2	540,8	214,1	49,2	157,5	92,8	107,6
2012 T2	449,7	7,3	13,2	41,1	57,9	35,2	20,1	8,4	38,0	137,8	56,1	12,7	38,5	22,9	29,3
T3	448,1	7,2	13,5	42,2	58,2	34,2	21,4	8,4	39,2	133,3	53,5	12,2	39,3	23,2	28,0
T4	439,9	7,1	12,8	41,7	58,2	36,8	20,1	8,7	35,9	131,1	51,2	11,5	39,8	22,6	25,1
2013 T1	437,2	7,7	13,3	41,9	59,0	38,7	20,2	8,8	35,4	128,1	51,8	11,0	38,7	21,2	24,0
T2	433,6	7,6	13,4	40,9	58,5	34,3	20,5	8,7	37,4	127,6	50,8	10,9	36,3	20,2	28,2
T3	435,1	7,9	13,7	40,9	60,2	36,2	20,7	8,9	37,9	128,0	50,7	10,6	34,2	20,2	26,3
2013 Juin	145,9	2,6	4,5	13,7	19,8	10,6	7,1	2,9	12,4	41,6	16,6	3,6	12,0	6,8	11,9
Juillet	145,1	2,5	4,7	13,6	19,9	11,7	6,9	3,0	12,5	42,7	16,9	3,4	11,9	6,7	8,9
Août	144,6	2,7	4,5	13,9	20,0	12,4	7,1	2,9	12,4	42,7	16,9	3,6	11,3	6,5	8,2
Septembre	145,5	2,7	4,5	13,5	20,4	12,1	6,7	3,0	12,9	42,6	16,9	3,6	11,0	6,9	9,2
Octobre	144,0	2,5	4,5	13,4	20,2	11,6	6,9	3,0	13,2	42,4	16,5	3,6	11,4	6,7	8,3
Novembre	142,1	.	.	.	.	11,0	6,8	3,0	13,2	41,4	16,7	3,6	10,0	6,4	.
<i>part en pourcentage du total des importations</i>															
2012	100,0	1,6	2,9	9,3	13,0	8,0	4,6	1,9	8,4	30,2	12,0	2,7	8,8	5,2	6,0
Solde															
2011	-13,3	3,0	7,3	46,6	18,9	-58,8	27,6	21,7	59,8	-147,9	-102,9	-13,2	-16,9	-6,5	32,1
2012	86,7	5,0	6,1	63,3	19,9	-53,9	34,7	25,5	73,2	-100,9	-93,3	-4,5	-31,2	4,6	40,6
2012 T2	18,4	1,3	1,8	16,2	5,2	-12,5	9,2	6,1	18,2	-28,5	-25,6	-1,3	-7,1	1,4	7,2
T3	26,7	1,2	1,3	16,1	5,1	-11,3	7,8	6,6	19,3	-22,7	-23,7	-0,7	-8,1	1,2	10,1
T4	28,9	1,4	1,4	16,5	4,4	-14,2	8,6	6,6	18,0	-19,8	-22,1	-0,2	-7,3	2,3	11,2
2013 T1	36,4	0,9	1,2	16,5	4,9	-15,6	8,0	6,8	20,1	-17,7	-22,2	0,0	-4,6	3,8	12,1
T2	39,9	1,0	1,2	18,2	4,8	-11,9	7,0	6,8	17,6	-17,6	-20,9	-0,2	-3,2	4,4	11,8
T3	36,3	0,8	1,3	19,1	4,5	-14,9	7,0	5,8	17,6	-17,9	-19,4	0,5	-2,4	4,5	10,7
2013 Juin	12,3	0,2	0,3	6,4	1,5	-3,4	1,8	2,2	5,2	-5,6	-6,7	-0,1	-1,0	1,2	3,3
Juillet	11,0	0,4	0,5	6,3	1,5	-4,3	2,6	1,9	5,3	-6,2	-6,7	0,2	-1,0	1,6	2,3
Août	12,5	0,2	0,5	6,0	1,7	-5,5	2,1	1,9	6,3	-5,7	-6,2	0,2	-0,7	1,7	4,0
Septembre	12,8	0,2	0,3	6,8	1,2	-5,1	2,3	2,0	6,0	-6,1	-6,5	0,2	-0,7	1,3	4,5
Octobre	14,3	0,4	0,8	7,0	1,9	-4,4	2,4	1,8	5,6	-5,1	-6,0	0,0	-1,2	1,6	3,5
Novembre	16,0	.	.	.	.	-4,3	2,6	2,1	5,4	-3,9	-6,0	0,1	0,1	1,3	.

Source : Eurostat

TAUX DE CHANGE

8.1 Taux de change effectifs ¹⁾

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-39		
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC ²⁾)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ³⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC ²⁾)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	103,4	100,6	97,7	95,1	105,4	96,5	112,2	97,6	
2012	97,9	95,5	93,4	89,8	100,0	91,2	107,1	92,8	
2013	101,7	98,9	96,8	.	.	.	112,0	96,1	
2012 T4	97,9	95,5	93,8	89,6	99,2	90,0	107,4	92,9	
2013 T1	100,7	98,2	96,2	92,5	102,2	94,0	110,2	94,9	
T2	100,8	98,2	96,1	92,9	101,6	93,8	110,6	95,0	
T3	101,9	99,1	97,0	93,3	102,4	94,2	112,9	96,8	
T4	103,1	100,0	97,9	.	.	.	114,7	97,8	
2013 Janvier	100,4	97,9	96,0	-	-	-	109,9	94,8	
Février	101,6	99,0	97,1	-	-	-	111,1	95,7	
Mars	100,2	97,8	95,6	-	-	-	109,5	94,4	
Avril	100,5	97,8	95,8	-	-	-	109,8	94,3	
Mai	100,5	98,0	95,9	-	-	-	110,0	94,5	
Juin	101,6	98,8	96,7	-	-	-	112,0	96,1	
Juillet	101,5	98,8	96,7	-	-	-	112,0	96,1	
Août	102,2	99,5	97,3	-	-	-	113,4	97,3	
Septembre	102,0	99,0	97,1	-	-	-	113,3	96,9	
Octobre	102,8	99,6	97,7	-	-	-	114,2	97,3	
Novembre	102,6	99,4	97,5	-	-	-	114,2	97,2	
Décembre	103,9	100,9	98,5	-	-	-	115,8	98,8	
2014 Janvier	103,4	100,5	98,0	-	-	-	115,9	98,7	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>								
2014 Janvier	-0,4	-0,5	-0,5	-	-	-	0,1	0,0	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>								
2014 Janvier	3,0	2,6	2,0	-	-	-	5,5	4,1	

G39 Taux de change effectifs

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

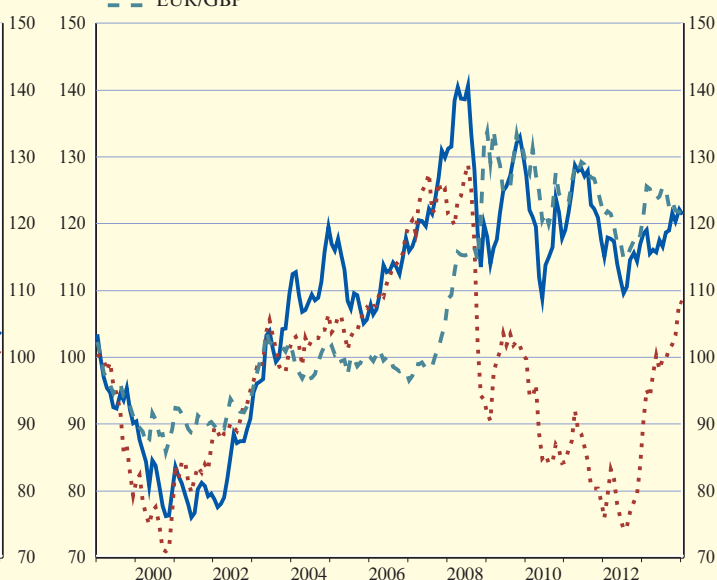
— TCE-20 nominal
 TCE-20 réel déflaté de l'IPC



G40 Taux de change bilatéraux

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— EUR/USD
 EUR/JPY
 - - - EUR/GBP



Source : BCE

- 1) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales
- 2) Le TCE déflaté de l'IPC reflétant la nouvelle composition de la zone euro sera publié dans le prochain *Bulletin mensuel* après diffusion de l'IPCH sous-jacent de la zone euro incluant la Lettonie.
- 3) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-19 de partenaires commerciaux.

8.2 Taux de change bilatéraux

(valeurs moyennes sur la période ; unités de monnaie nationale pour 1 euro)

	Lev bulgare	Couronne tchèque	Couronne danoise	Kuna croate	Litas lituanien	Forint hongrois	Zloty polonais	Nouveau leu roumain	Couronne suédoise	Livre sterling	Nouvelle livre turque
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 T2	1,9558	25,831	7,4555	7,5566	3,4528	295,53	4,1982	4,3958	8,5652	0,85056	2,4037
T3	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
T4	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2013 Juillet	1,9558	25,944	7,4579	7,5061	3,4528	294,90	4,2745	4,4244	8,6609	0,86192	2,5274
Août	1,9558	25,818	7,4580	7,5372	3,4528	299,46	4,2299	4,4371	8,7034	0,85904	2,6125
Septembre	1,9558	25,789	7,4579	7,5985	3,4528	299,75	4,2371	4,4633	8,6758	0,84171	2,6952
Octobre	1,9558	25,662	7,4592	7,6193	3,4528	294,76	4,1902	4,4444	8,7479	0,84720	2,7095
Novembre	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
Décembre	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 Janvier	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>										
2014 Janvier	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,7	0,1	1,3	-1,4	-1,2	7,1
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>										
2014 Janvier	0,0	7,5	0,0	0,8	0,0	2,9	0,9	3,1	2,5	-0,7	28,7
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Roupie indienne ¹⁾	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12 045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13 857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 T2	1,3203	2,6994	1,3368	8,0376	10,1383	73,0046	12 784,60	4,7407	129,07	4,0088	
T3	1,4465	3,0304	1,3760	8,1111	10,2696	82,3565	14 115,14	4,7459	131,02	4,2904	
T4	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15 682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2013 Juillet	1,4279	2,9438	1,3619	8,0234	10,1455	78,1762	13 189,17	4,7153	130,39	4,1746	
Août	1,4742	3,1170	1,3853	8,1477	10,3223	83,9480	14 168,72	4,7610	130,34	4,3631	
Septembre	1,4379	3,0345	1,3817	8,1690	10,3504	85,2678	15 073,16	4,7636	132,41	4,3410	
Octobre	1,4328	2,9860	1,4128	8,3226	10,5724	84,0071	15 109,54	4,8232	133,32	4,3283	
Novembre	1,4473	3,0959	1,4145	8,2221	10,4604	84,4990	15 575,06	4,7711	134,97	4,3176	
Décembre	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16 455,73	4,8019	141,68	4,4517	
2014 Janvier	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16 471,94	4,7569	141,47	4,5005	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>										
2014 Janvier	0,9	0,9	2,1	-1,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,9	-0,1	1,1	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>										
2014 Janvier	21,5	20,2	12,9	-0,4	2,5	17,3	28,3	-4,3	19,5	11,4	
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des Etats-Unis
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1 447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1 453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 T2	16,2956	1,5920	7,6114	54,620	41,3464	1,6311	12,3996	1 467,08	1,2315	39,031	1,3062
T3	17,1005	1,6612	7,9303	57,813	43,4394	1,6795	13,2329	1 469,03	1,2348	41,675	1,3242
T4	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1 445,53	1,2294	43,151	1,3610
2013 Juillet	16,6893	1,6590	7,8837	56,698	42,8590	1,6595	12,9674	1 473,35	1,2366	40,714	1,3080
Août	17,1996	1,6829	7,9386	58,471	43,9748	1,6941	13,4190	1 485,93	1,2338	42,072	1,3310
Septembre	17,4471	1,6406	7,9725	58,346	43,5144	1,6860	13,3287	1 446,60	1,2338	42,312	1,3348
Octobre	17,7413	1,6351	8,1208	58,809	43,7440	1,6956	13,5283	1 454,73	1,2316	42,549	1,3635
Novembre	17,6340	1,6327	8,2055	58,811	44,1581	1,6833	13,7626	1 434,06	1,2316	42,695	1,3493
Décembre	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1 446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 Janvier	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1 453,94	1,2317	44,822	1,3610
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>										
2014 Janvier	0,9	-1,3	-0,2	1,2	2,1	0,5	4,2	0,5	0,6	1,1	-0,7
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>										
2014 Janvier	6,6	3,6	13,7	13,2	14,5	6,1	26,7	2,6	0,2	12,3	2,4

Source : BCE

1) Pour cette devise, la BCE calcule et diffuse les taux de change de référence de l'euro à compter du 1^{er} janvier 2009. Les données antérieures sont fournies à titre indicatif.



ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

9.1 Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Bulgarie	République tchèque	Danemark	Croatie	Lituanie	Hongrie	Pologne	Roumanie	Suède	Royaume-Uni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IPCH										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 T3	-0,7	1,2	0,2	2,2	0,5	1,6	0,9	2,4	0,7	2,7
2013 T4	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2013 Octobre	-1,1	0,8	0,3	0,8	0,5	1,1	0,7	1,2	0,2	2,2
2013 Novembre	-1,0	1,0	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	1,3	0,3	2,1
2013 Décembre	-0,9	1,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,4	2,0
Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB										
2010	-3,1	-4,7	-2,5	-6,4	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,1
2011	-2,0	-3,2	-1,8	-7,8	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,7
2012	-0,8	-4,4	-4,1	-5,0	-3,2	-2,0	-3,9	-3,0	-0,2	-6,1
Dettes publique brute en pourcentage du PIB										
2010	16,2	38,4	42,7	44,9	37,8	82,2	54,9	30,5	39,4	78,4
2011	16,3	41,4	46,4	51,6	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,5	46,2	45,4	55,5	40,5	79,8	55,6	37,9	38,2	88,7
Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2013 Juillet	3,46	2,23	1,77	4,91	3,54	5,78	3,97	5,26	2,16	2,09
2013 Août	3,51	2,40	1,94	5,04	3,65	6,31	4,30	5,04	2,34	2,29
2013 Septembre	3,64	2,42	2,10	4,92	3,89	6,16	4,49	5,27	2,60	2,44
2013 Octobre	3,71	2,33	1,93	4,99	4,01	5,58	4,28	5,22	2,44	2,26
2013 Novembre	3,64	2,18	1,80	4,97	3,99	5,82	4,38	5,29	2,30	2,31
2013 Décembre	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2013 Juillet	1,18	0,46	0,27	2,22	0,55	4,36	2,70	4,27	1,20	0,51
2013 Août	1,09	0,46	0,27	1,91	0,41	3,85	2,70	3,66	1,20	0,51
2013 Septembre	1,05	0,45	0,27	1,90	0,40	-	2,69	3,40	1,21	0,52
2013 Octobre	1,03	0,45	0,27	1,72	0,40	3,60	2,67	2,86	1,21	0,52
2013 Novembre	0,97	0,40	0,25	1,35	0,40	3,33	2,65	2,44	1,16	0,52
2013 Décembre	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
PIB en volume										
2011	1,8	1,8	1,1	-0,2	6,0	1,6	4,5	2,3	2,9	1,1
2012	0,8	-1,0	-0,4	-1,9	3,7	-1,7	1,9	0,4	0,9	0,3
2013 T1	0,4	-2,3	-0,7	-1,0	3,8	-0,3	0,8	2,3	1,6	0,7
2013 T2	0,2	-1,7	0,5	-0,7	3,8	0,5	1,2	1,6	0,6	2,0
2013 T3	0,7	-1,2	0,5	-0,6	2,3	1,6	1,7	4,0	0,3	1,9
Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB										
2011	1,4	-2,3	6,3	-0,8	-1,2	2,8	-3,0	-3,9	5,9	-1,1
2012	0,1	-1,1	6,0	0,2	2,0	3,6	-1,5	-3,0	5,9	-3,5
2013 T1	-4,7	1,6	2,7	-14,2	-2,5	5,9	-1,6	1,3	6,7	-4,9
2013 T2	6,1	-1,5	8,2	-2,2	9,2	6,2	4,0	2,4	6,1	-1,1
2013 T3	11,4	2,6	8,9	24,0	2,8	6,6	0,2	0,8	5,9	-6,3
Dettes extérieure brute en pourcentage du PIB										
2011	94,3	59,6	183,3	103,7	77,4	149,3	72,3	77,2	200,0	419,6
2012	94,9	60,2	181,8	102,5	75,4	128,9	71,1	75,2	191,2	385,3
2013 T1	93,8	61,8	182,2	102,9	74,0	133,6	72,7	74,8	195,1	393,1
2013 T2	93,2	62,7	174,8	105,0	70,0	128,1	73,7	73,3	197,8	388,7
2013 T3	92,4	61,4	174,4	103,0	69,7	120,9	72,6	71,5	197,6	358,5
Coûts unitaires de main-d'œuvre										
2011	2,5	0,5	0,0	-0,3	0,7	2,3	1,1	0,6	0,1	1,4
2012	-0,5	3,3	1,5	1,1	1,9	2,7	2,0	6,8	2,9	2,9
2013 T1	12,9	0,6	1,6	3,5	0,4	9,7	2,0	1,6	2,1	-0,1
2013 T2	13,0	1,1	1,3	1,1	3,3	9,8	1,0	1,9	0,5	1,4
2013 T3	8,3	1,7	0,8	0,5	5,3	8,7	1,3	-2,4	1,7	1,9
Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,6	11,9	.	10,4	7,3	8,0	.
2013 T3	12,8	6,9	7,1	17,8	11,7	10,1	10,3	7,3	7,9	7,5
2013 T4	13,0	6,8	6,8	18,5	11,3	.	10,2	7,2	7,9	.
2013 Octobre	12,9	6,8	6,9	18,4	11,2	9,5	10,2	7,3	7,9	7,2
2013 Novembre	13,0	6,8	6,8	18,6	11,1	9,3	10,2	7,3	8,0	.
2013 Décembre	13,1	6,7	6,9	18,6	11,4	.	10,1	7,1	8,0	.

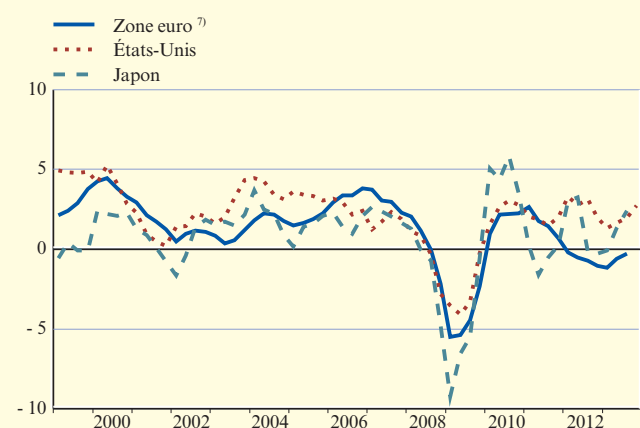
Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE

9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹⁾	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) ²⁾	Agrégat monétaire large ³⁾	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois ⁴⁾	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans ⁵⁾ ; fin de période	Taux de change ⁵⁾ des monnaies nationales pour un euro	Déficit (-)/ excédent (+) public (en % du PIB)	Dettes publiques ⁶⁾ (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,2	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	.	1,9	2,6	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3275	.	.
2012 T4	1,9	4,3	2,0	3,3	7,8	7,5	0,32	1,88	1,2967	-9,0	86,5
2013 T1	1,7	1,7	1,3	2,5	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
T2	1,4	2,0	1,6	2,1	7,5	7,0	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
T3	1,6	2,0	2,0	2,4	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	.	.
T4	1,2	.	2,7	3,3	7,0	6,0	0,24	3,27	1,3638	.	.
2013 Septembre	1,2	-	-	3,0	7,2	6,3	0,25	2,91	1,3348	-	-
Octobre	1,0	-	-	4,0	7,2	6,7	0,24	2,84	1,3635	-	-
Novembre	1,2	-	-	3,2	7,0	6,1	0,24	2,99	1,3534	-	-
Décembre	1,5	-	-	2,8	6,7	5,3	0,24	3,27	1,3704	-	-
2014 Janvier	.	-	-	.	.	.	0,24	2,93	1,3610	-	-
Japon											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	188,3
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,9	204,4
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	.	.
2013	0,4	.	.	-0,8	.	3,6	0,15	0,95	129,53	.	.
2012 T4	-0,2	0,3	-0,3	-6,0	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	.	.
2013 T1	-0,6	0,0	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
T2	-0,3	-0,6	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
T3	0,9	-2,1	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
T4	1,4	.	.	5,9	.	4,3	0,14	0,95	137,01	.	.
2013 Septembre	1,1	-	-	5,1	4,0	3,9	0,15	0,88	132,41	-	-
Octobre	1,1	-	-	5,4	4,0	4,2	0,15	0,76	133,32	-	-
Novembre	1,5	-	-	4,8	4,0	4,4	0,14	0,79	136,31	-	-
Décembre	1,6	-	-	7,4	.	4,2	0,15	0,95	141,68	-	-
2014 Janvier	.	-	-	.	.	.	0,14	0,82	141,47	-	-

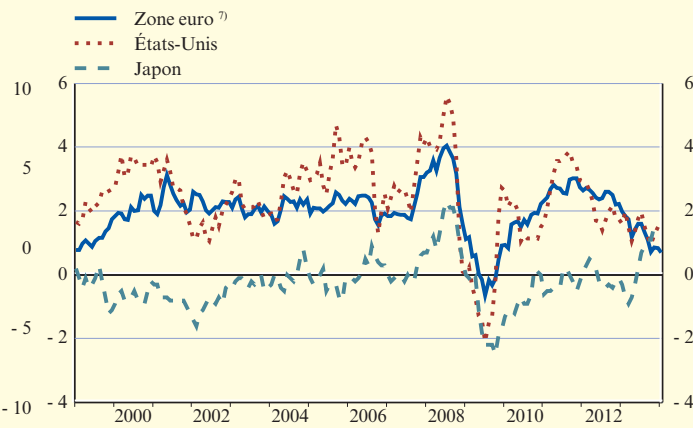
G41 PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



G42 Indices des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Données nationales (colonnes 1, 2 (États-Unis), 3, 4, 5 (États-Unis), 6, 9 et 10) ; OCDE (colonne 2 (Japon)) ; Eurostat (colonne 5 (Japon)), données figurant sur le graphique relatives à la zone euro) ; Thomson Reuters (colonnes 7 et 8) ; calculs de la BCE (colonne 11)

- 1) Corrigés des variations saisonnières. Les données relatives aux États-Unis concernent le secteur privé marchand non agricole.
- 2) Les données japonaises de mars à août 2011 comprennent des estimations pour les trois préfectures les plus touchées par le séisme. La collecte des données a été rétablie à partir de septembre 2011.
- 3) Moyennes pour la période considérée, M2 pour les États-Unis, M2 et certificats de dépôt pour le Japon
- 4) En pourcentage annuel. Pour plus de précisions concernant le taux des dépôts interbancaires à 3 mois, cf. la section 4.6
- 5) Pour de plus amples informations, cf. la section 8.2
- 6) La dette des administrations publiques comprend les dépôts, les titres autres que des actions et les prêts en cours en valeur nominale et consolidée au sein du secteur des administrations publiques (fin de période).
- 7) Les données relatives au PIB en volume se rapportent à l'Euro 18. Les données relatives à l'IPC reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales



LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Total des dépôts par secteurs (<i>intermédiaires financiers</i>)	S17
G10	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs (<i>intermédiaires financiers</i>)	S17
G11	Total des dépôts par secteurs (<i>sociétés non financières et ménages</i>)	S18
G12	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs (<i>sociétés non financières et ménages</i>)	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S35
G16	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S37
G17	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G18	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S39
G19	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
G20	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S41
G21	Nouveaux dépôts à terme	S43
G22	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S43
G23	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S44
G24	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S44
G25	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S45
G26	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S45
G27	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S46
G28	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S55
G29	Chômage et taux d'emplois vacants	S55
G30	Déficit, besoin de financement et variation de la dette	S60
G31	Dette au sens de Maastricht	S60
G32	Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes	S61
G33	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S61
G34	Balance des paiements de la zone euro : biens	S62
G35	Balance des paiements de la zone euro : services	S62
G36	Position extérieure de la zone euro	S65
G37	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S65
G38	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S70
G39	Taux de change effectifs	S73
G40	Taux de change bilatéraux	S73
G41	PIB en volume	S76
G42	Indices des prix à la consommation	S76



NOTES TECHNIQUES

VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où I_t est l'indice des encours corrigés à partir du mois t (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois t , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECTION 1.3

CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre D de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont $R_{1,MRO}$ (sur D_1 jours), $R_{2,MRO}$ (sur D_2 jours), etc., jusqu'à $R_{i,MRO}$ (sur D_i jours), où $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$, le taux annualisé applicable (R_{LTRO}) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

SECTIONS 2.1 À 2.6

CALCUL DES FLUX

Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

Si L_t représente l'encours à la fin du mois t , C_t^M l'ajustement lié aux reclassements pour le mois t , E_t^M l'ajustement de taux de change et V_t^M les ajustements liés aux autres effets de valorisation, le flux F_t^M pour le mois t est défini comme suit :

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

De la même manière, le flux trimestriel F_t^Q pour le trimestre se terminant le mois t est défini comme suit :

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

où L_{t-3} représente l'encours à la fin du mois $t - 3$ (correspondant à la fin du trimestre précédent) et, par exemple, C_t^Q l'ajustement lié aux reclassements pour le trimestre se terminant le mois t .

En ce qui concerne les séries trimestrielles pour lesquelles les observations mensuelles sont désormais disponibles (cf. ci-après), le flux trimestriel peut être calculé comme la somme des trois flux mensuels du trimestre.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES MENSUELLES

Les taux de croissance peuvent être calculés à partir des flux ou à partir de l'indice des encours corrigés. Si F_t^M et L_t sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

L'indice de base (pour les séries non désaisonnalisées) actuellement retenu est de 100 à décembre 2010. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels a_t relatifs au mois t , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois t , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en h) en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule h). Par exemple, la variation mensuelle a_t^M peut être calculée comme suit :

$$i) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, où a_t est défini comme dans g) ou h) ci-dessus.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si F_t^Q et L_{t-3} sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le trimestre s'achevant le mois t est défini comme suit :

$$j) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois t (c'est-à-dire a_t) peuvent être calculés à l'aide de la formule h).

DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO ¹

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ². La désaisonnalisation peut également comporter une correction en fonction du jour de la semaine et, pour certaines séries, elle s'effectue de manière indirecte par une combinaison linéaire de composantes. C'est le cas de M3, calculé par agrégation des séries corrigées des variations saisonnières de M1, M2 moins M1 et M3 moins M2.

Les procédures de désaisonnalisation sont d'abord appliquées à l'indice des encours corrigés ³. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours et aux ajustements liés aux reclassements et aux réévaluations, qui, à leur tour, permettent d'obtenir des flux corrigés des variations saisonnières. Les coefficients saisonniers (et de jour ouvré) sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

SECTIONS 3.1 À 3.5

ÉGALITÉ DES EMPLOIS ET RESSOURCES

Dans la section 3.1, les données respectent une identité comptable élémentaire. En ce qui concerne les opérations non financières, le total des emplois est égal au total des ressources pour chaque catégorie de transaction. Cette identité comptable se reflète également dans le compte financier, ce qui signifie que pour chaque catégorie d'instrument financier, le total des opérations sur actifs financiers est égal au total des opérations sur passifs. En ce qui concerne le compte des autres changements d'actifs et les comptes de patrimoine, le total des actifs financiers est égal au total des passifs pour chaque catégorie d'instrument financier, à l'exception de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux qui, par définition, ne sont un engagement pour aucun secteur.

1 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2010) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

CALCUL DES SOLDES COMPTABLES

Les soldes comptables figurant à la fin de chaque compte dans les sections 3.1 et 3.2 sont calculés comme suit :

Le solde commercial est égal aux importations moins les exportations de biens et services de la zone euro avec le reste du monde.

L'excédent net d'exploitation et le revenu mixte sont définis seulement pour les secteurs résidents et sont calculés comme la valeur ajoutée brute (produit intérieur brut aux prix du marché pour la zone euro) moins la rémunération des salariés (emplois), moins les autres taxes nettes de subventions à la production (emplois) moins la consommation de capital fixe (emplois).

Le revenu national net est défini seulement pour les secteurs résidents et est calculé comme l'excédent net d'exploitation et le revenu mixte plus la rémunération des salariés (ressources) plus les taxes nettes de subventions à la production (ressources) plus les revenus nets de la propriété (ressources moins emplois).

Le revenu disponible net est également défini uniquement pour les secteurs résidents et est égal au revenu national net plus les impôts courants nets sur le revenu et le patrimoine (ressources moins emplois) plus les cotisations sociales nettes (ressources moins emplois) plus les prestations sociales nettes autres que les transferts en nature (ressources moins emplois) plus les autres transferts courants nets (ressources moins emplois).

L'épargne nette est définie pour les secteurs résidents et est calculée comme le revenu net disponible augmenté des ajustements nets des variations des droits nets des ménages sur les fonds de pension (ressources moins emplois) et diminué des dépenses de consommation finale (emplois). Pour le reste du monde, le compte extérieur courant est calculé comme le solde commercial plus l'ensemble des revenus nets (ressources moins emplois).

La capacité nette ou le besoin net de financement est calculé à partir du compte de capital comme l'épargne nette plus les transferts de capitaux nets (ressources moins emplois) moins la formation brute de capital (emplois) moins les acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits (emplois) plus la consommation de capital fixe (ressources). Elle peut aussi être calculée dans le compte financier comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs [également dites variations de la valeur nette (patrimoine) imputables aux transactions]. Pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, il existe une différence statistique entre les soldes comptables calculés à partir du compte de capital ou du compte financier.

Les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des transactions sur actifs financiers moins le total des transactions sur passifs, tandis que les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont calculées comme le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations des passifs.

La valeur financière nette (patrimoine) est calculée comme le total des actifs financiers moins le total des passifs, tandis que les variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont égales à la somme des variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions (capacité ou besoin net de financement du compte financier) et des autres variations de la valeur financière nette (patrimoine).

Les variations de la valeur nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts de capitaux plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) et les autres variations des actifs non financiers.

La valeur nette (patrimoine) des ménages est calculée comme la somme des actifs non financiers et de la valeur financière nette (patrimoine) des ménages.

SECTIONS 4.3 ET 4.4

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE DES TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIONS COTÉES

Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Ils peuvent être calculés à partir des transactions ou de l'indice des encours corrigés. Si N_t^M représente les transactions (émissions nettes) pour le mois t et L_t l'encours à la fin du mois t , l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$k) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base retenue est décembre 2008 = 100. Les taux de croissance a_t pour le mois t , c'est-à-dire la variation au cours des douze mois s'achevant le mois t , peuvent être calculés à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$l) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

La méthode de calcul des taux de croissance pour les titres autres que les actions est la même que celle retenue pour les agrégats monétaires, la seule différence étant que l'on utilise « N » au lieu de « F ». Cela permet de montrer que la méthode utilisée pour obtenir les « émissions nettes » dans le cadre des statistiques relatives aux émissions de titres est différente de celle utilisée pour calculer les « flux » équivalents pour les agrégats monétaires.

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$n) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où I_t représente l'indice des encours corrigés à partir du mois t . De même, pour l'année se terminant le mois t , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$o) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formule de calcul retenue pour la section 4.3 est également utilisée pour la section 4.4 et s'appuie aussi sur celle utilisée pour les agrégats monétaires. La section 4.4 prend en considération des valeurs de marché et le calcul s'effectue à partir des transactions financières, après exclusion des reclassements, des effets de valorisation et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les variations de taux de change ne sont pas incluses, dans la mesure où toutes les actions cotées couvertes sont libellées en euros.

DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES RELATIVES AUX ÉMISSIONS DE TITRES ⁴

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance a_t pour le mois t , c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois t , peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$p) a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TABLEAU I DE LA SECTION 5.1

DÉSAISONNALISATION DE L'IPCH ⁴

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA (cf. la note de bas de page n° 2 figurant à la page S81). La désaisonnalisation de l'IPCH global de la zone euro est effectuée de manière indirecte, par agrégation des séries désaisonnalisées pour la zone euro relatives aux produits alimentaires transformés, aux produits alimentaires non transformés, aux produits manufacturés hors énergie et aux services. On y ajoute l'énergie en données non corrigées, dans la mesure où les statistiques ne font pas ressortir de caractère saisonnier en ce qui concerne ce poste. Les coefficients saisonniers sont révisés tous les ans ou chaque fois que cela est nécessaire.

⁴ Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

TABLEAU 2 DE LA SECTION 7.1**DÉSAISONNALISATION DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ou TRAMO-SEATS selon la rubrique. Les données à l'état brut relatives aux biens et services, aux revenus et aux transferts courants sont précorrignées pour prendre en compte les effets de « jour ouvré » significatifs. Pour les biens et les services, la correction en fonction du facteur « jour ouvré » tient compte des jours fériés nationaux. La désaisonnalisation de ces rubriques est effectuée à l'aide de ces séries précorrignées. La désaisonnalisation du compte de transactions courantes dans son ensemble s'effectue par agrégation des séries désaisonnalisées relatives aux biens, services, revenus et transferts courants. Les coefficients saisonniers (et relatifs aux jours ouvrés) sont révisés tous les semestres ou chaque fois que cela est nécessaire.

SECTION 7.3**CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES ET ANNUELLES**

Le taux de croissance relatif au trimestre t est calculé à partir des flux trimestriels (F_t) et des encours (L_t) comme suit :

$$r) a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.



NOTES GÉNÉRALES

La partie *Euro area statistics* (Statistiques de la zone euro) du *Bulletin mensuel* traite les données relatives à l'ensemble de la zone. Des séries de données plus détaillées et plus longues, comprenant d'autres notes explicatives, peuvent être consultées à la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu). Elle permet d'accéder aux données sous la rubrique *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) qui comprend des fonctions de recherche et de téléchargement. D'autres services disponibles sous la rubrique *Data Services* (Services de données) incluent l'abonnement aux différentes séries de données et un référentiel des fichiers csv compressés. Pour de plus amples informations, contacter : statistics@ecb.europa.eu.

En règle générale, la date d'arrêt des statistiques figurant dans le *Bulletin mensuel* est celle du jour qui précède la première réunion du mois du Conseil des gouverneurs de la BCE, soit le 5 février 2014 pour la présente publication.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données ont trait au groupe des dix-huit pays membres de la zone euro (Euro 18) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires, l'IPCH et les avoirs de réserve (et, pour des raisons de cohérence, les composantes et contreparties de M3 et les composantes de l'IPCH), les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

La composition de la zone euro a changé à plusieurs reprises au cours du temps. Lors de l'introduction de l'Euro en 1999, la zone euro était composée des onze pays suivants (l'Euro 11) : Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande. La Grèce a rejoint la zone euro en 2001, formant l'Euro 12, devenu l'Euro 13 avec l'entrée de la Slovénie en 2007, l'Euro 15 avec celles de Chypre et de Malte en 2008, l'Euro 16 avec celle de la Slovaquie en 2009 et l'Euro 17 avec celle de l'Estonie en 2011. La Lettonie a rejoint la zone euro en 2014, portant à dix-huit le nombre de pays participants. À compter d'octobre 2012, les statistiques de la zone euro recouvrent également le Mécanisme européen de stabilité, organisation internationale résidente de la zone euro pour les besoins statistiques.

SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION FIXE

Les séries statistiques agrégées correspondant à des compositions fixes de la zone euro se rapportent à une composition fixe donnée pour l'ensemble de la série chronologique, indépendamment de la composition au moment de chaque observation. Par exemple, les séries agrégées sont calculées pour l'Euro 18 pour toutes les années, bien que la zone n'existe dans cette composition que depuis le 1^{er} janvier 2014. Sauf indication contraire, les séries statistiques du *Bulletin mensuel* de la BCE se rapportent à la composition en vigueur au moment de la publication.

SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION CHANGEANTE

Les séries statistiques agrégées avec une composition changeante tiennent compte de la composition de la zone euro au moment de chaque observation. Par exemple, les séries statistiques agrégées reflétant les modifications de la composition de la zone euro sont constituées par les données relatives à l'Euro 11 sur la période s'achevant fin 2000, par les données relatives à l'Euro 12 sur la période allant de 2001 à fin 2006, et ainsi de suite. Avec cette approche, chaque série statistique recouvre la totalité des différentes compositions de la zone euro.

Pour l'IPCH, ainsi que pour les statistiques fondées sur le bilan du secteur des IFM (« statistiques monétaires »), les taux de variation sont calculés à partir d'indices chaînés, la nouvelle composition étant introduite par le facteur de chaînage au moment de l'élargissement. Par conséquent, si un pays rejoint la zone euro en janvier d'une année donnée, les facteurs contribuant aux indices chaînés se rapportent à la composition de la zone jusqu'à décembre inclus de l'année précédente, et ensuite à sa composition élargie. Pour plus de précisions sur les statistiques monétaires, cf. le *Manual on MFI balance sheet statistics* qui peut être consulté à la partie *Statistics* du site internet de la BCE.

Étant donné que la composition de l'unité de compte européenne (écu) ne coïncide pas avec les anciennes monnaies des pays ayant adopté l'euro, les chiffres antérieurs à 1999, exprimés initialement dans les monnaies participantes et convertis en écus aux taux de change du moment, sont affectés par le comportement des monnaies des États membres de l'UE n'ayant pas adopté l'euro. Pour éviter l'incidence de cet écart sur les statistiques monétaires, les données antérieures à 1999¹ sont exprimées en unités converties à partir des monnaies nationales aux taux de change irrévocables de l'Euro fixés le 31 décembre 1998. Sauf indication contraire, les statistiques de prix et de coûts antérieures à 1999 sont calculées à partir de données exprimées en termes de monnaie nationale.

Des méthodes d'agrégation et/ou de consolidation (notamment la consolidation entre les différents pays) ont été utilisées lorsque cela s'est révélé approprié.

Les données récentes sont souvent provisoires et sujettes à révision. Des différences entre le total et la somme des composantes peuvent apparaître en raison des écarts d'arrondis.

Le groupe des « Autres États membres de l'UE » comprend la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Suède et le Royaume-Uni.

Dans la plupart des cas, la terminologie utilisée dans les tableaux correspond aux normes internationales, telles que figurant dans le Système européen de comptes 1995 et dans le Manuel de la balance des paiements du FMI. Les flux désignent les échanges volontaires (mesurés directement ou indirectement), tandis que les flux au sens large recouvrent également les variations des encours liées aux évolutions des prix et des taux de change, aux abandons de créances et autres changements.

VUE D'ENSEMBLE

Les évolutions des principaux indicateurs pour la zone euro sont retracées dans un tableau synthétique.

STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La section 1.4 présente les statistiques relatives aux réserves obligatoires et aux facteurs de la liquidité. Les périodes de constitution des réserves obligatoires débutent chaque mois le jour du règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs, à l'ordre du jour de laquelle figure l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. Elles

¹ Les données relatives aux statistiques monétaires incluses dans les sections 2.1 à 2.8 portant sur les périodes antérieures à janvier 1999 peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html> et dans le SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

s'achèvent le jour précédant la date de règlement correspondante du mois suivant. Les observations annuelles/trimestrielles se rapportent aux moyennes de la dernière période de constitution de l'année/du trimestre.

Le tableau 1 de la section 1.4 présente les composantes de l'assiette des réserves des établissements de crédit astreints au régime des réserves obligatoires. Les engagements vis-à-vis d'autres établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Lorsqu'un établissement de crédit ne peut justifier du montant des engagements sous la forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les établissements précités, il peut déduire de l'assiette de ses réserves un certain pourcentage de ces engagements. Le pourcentage de déduction appliqué sur les encours de ces titres inclus dans l'assiette des réserves était de 10 % jusqu'en novembre 1999 et s'élève depuis à 30 %.

Le tableau 2 de la section 1.4 contient les données moyennes relatives aux périodes de constitution achevées. Tout d'abord, le montant des réserves obligatoires que doit constituer chaque établissement de crédit est calculé en appliquant au montant des engagements assujettis les taux de réserves définis pour les catégories d'engagements correspondantes, à partir des données de bilan de la fin de chaque mois de calendrier. Ensuite, chaque établissement de crédit déduit de ce chiffre un abattement forfaitaire de 100 000 euros. Les montants de réserves obligatoires sont ensuite agrégés au niveau de la zone euro (colonne 1). Les avoirs en compte courant (colonne 2) sont la moyenne des avoirs quotidiens de réserves agrégés des établissements de crédit, y compris ceux servant à satisfaire à l'obligation de réserves. Les excédents de réserves (colonne 3) sont la moyenne des excédents d'avoirs de réserve sur la période de constitution par rapport au montant des réserves à constituer. Les déficits de réserves (colonne 4) sont définis en termes de moyenne des déficits constatés par rapport aux réserves à constituer sur la période de constitution, calculés pour les établissements de crédit qui n'ont pas satisfait à leurs obligations de réserves. Le taux de rémunération des réserves obligatoires (colonne 5) est égal à la moyenne, sur la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (cf. section 1.3).

Le tableau 3 de la section 1.4 présente la position de liquidité du système bancaire, définie comme étant les avoirs en compte courant en euros des établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Tous les montants sont calculés à partir de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les autres opérations d'absorption de la liquidité (colonne 7) s'entendent hors émissions de certificats de dette effectuées par les BCN durant la phase II de l'UEM. Les autres facteurs nets (colonne 10) représentent les autres rubriques de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les comptes courants des établissements de crédit (colonne 11) correspondent à la différence entre la somme des facteurs d'élargissement de la liquidité (colonnes 1 à 5) et la somme des facteurs d'absorption de la liquidité (colonnes 6 à 10). La base monétaire (colonne 12) est calculée comme étant la somme de la facilité de dépôt (colonne 6), des billets en circulation (colonne 8) et des avoirs en compte courant des établissements de crédit (colonne 11).

STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Le chapitre 2 présente les statistiques de bilan des IFM et des autres sociétés financières. Ces dernières recouvrent les OPCVM (autres que les OPCVM monétaires, qui appartiennent au secteur des IFM), les véhicules financiers *ad hoc*, les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

La section 2.1 présente le bilan agrégé du secteur des IFM, c'est-à-dire la somme des bilans harmonisés de l'ensemble des IFM résidentes de la zone euro. Les IFM recouvrent les banques centrales, les établissements de crédit tels que définis par la législation de l'UE, les OPCVM monétaires et les autres institutions dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts d'entités autres que les IFM, et à consentir pour leur propre compte (du moins en termes économiques) des crédits et/ou effectuer des placements en valeurs mobilières. Une liste complète des IFM est publiée sur le site internet de la BCE.

La section 2.2 présente le bilan consolidé du secteur des IFM, obtenu en effectuant une compensation entre les bilans agrégés des IFM de la zone euro. En raison d'une certaine hétérogénéité des méthodes d'enregistrement, la somme des positions entre les IFM n'est pas toujours égale à zéro ; le solde figure dans la colonne 10, au passif de la section 2.2. La section 2.3 présente les agrégats monétaires de la zone euro et leurs contreparties. Ils sont tirés du bilan consolidé des IFM et comprennent les positions des non-IFM résidentes de la zone euro auprès des IFM résidentes de la zone euro ; ils englobent aussi certains avoirs/engagements monétaires de l'administration centrale. Les statistiques relatives aux agrégats monétaires et à leurs contreparties sont corrigées des variations saisonnières et de l'incidence des jours ouvrés. Dans les sections 2.1 et 2.2, le poste « Engagements envers les non-résidents » présente les portefeuilles des non-résidents de la zone euro en (a) titres d'OPCVM monétaires établis dans la zone euro et (b) titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans et émis par les IFM établies dans la zone euro. En revanche, dans la section 2.3, ces portefeuilles de titres sont exclus des agrégats monétaires et sont enregistrés dans le poste « Créances nettes sur les non-résidents ».

La section 2.4 contient une analyse, ventilée par secteurs, catégories et durées initiales, des prêts accordés par les IFM de la zone euro hors Eurosysteme (le système bancaire). La section 2.5 fournit une analyse, ventilée par secteurs et par instruments, des dépôts détenus auprès du système bancaire de la zone euro. La section 2.6 présente les titres détenus par le système bancaire de la zone euro, ventilés par catégories d'émetteurs. La section 2.7 présente une ventilation trimestrielle par devises de certains postes du bilan des IFM.

Les sections 2.2 à 2.6 fournissent également des taux de croissance annuels en pourcentage sur la base de ces opérations.

Depuis le 1^{er} janvier 1999, les informations statistiques sont collectées et compilées sur la base de divers règlements BCE concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et, depuis juillet 2010, sur la base du règlement BCE/2008/32². Des détails concernant les définitions des secteurs figurent dans le *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers*, troisième édition (BCE, mars 2007).

La section 2.8 présente les encours et les transactions au bilan des OPCVM de la zone euro (autres que les OPCVM monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un OPCVM est un organisme de placement collectif qui investit des capitaux levés auprès du public dans des actifs financiers et/ou non financiers. Une liste complète des OPCVM de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des OPCVM incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres OPCVM. Les titres émis par les OPCVM sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (OPCVM « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres OPCVM »), et par catégories (fonds

2 JO L 15 du 20.1.2009

ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les OPCVM de la zone euro. Cette section contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les OPCVM et une ventilation des émetteurs par secteurs économiques quand ils sont résidents de la zone euro.

Depuis décembre 2008, des informations statistiques harmonisées sont collectées et établies sur la base du règlement BCE/2007/8³ relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement. De plus amples informations sur ces statistiques relatives aux OPCVM sont disponibles dans le *Manual on investment fund statistics* (BCE, mai 2009).

La section 2.10 présente le bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* (FVC – *financial vehicle corporations*) résidents de la zone euro. Il s'agit d'entités créées pour effectuer des opérations de titrisation. La titrisation implique généralement le transfert d'un actif ou d'un lot d'actifs à un véhicule financier *ad hoc*, ces actifs étant enregistrés à son bilan sous forme de prêts titrisés, de titres autres que des actions, ou d'autres actifs titrisés. Le risque de crédit associé à un actif ou à un lot d'actifs peut également être transféré à un véhicule financier *ad hoc* par le biais de *swaps* de défaut, de garanties ou d'autres mécanismes. La garantie détenue par le véhicule financier *ad hoc* contre ces expositions prend généralement la forme d'un dépôt constitué auprès d'une IFM ou d'un investissement en titres autres que des actions. En général, les véhicules financiers *ad hoc* titrisent des prêts qui ont été consentis par le secteur des IFM. Ils sont tenus de faire figurer ces prêts dans leurs statistiques de bilan, que les règles comptables applicables permettent ou non aux IFM de les décomptabiliser. Les données relatives à des prêts titrisés par les véhicules financiers *ad hoc* mais conservés au bilan de l'IFM concernée (et qui continuent donc de figurer dans les statistiques des IFM) sont fournies séparément. Ces données trimestrielles sont collectées conformément au règlement BCE/2008/30⁴ depuis décembre 2009.

La section 2.11 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension résidents de la zone euro. Les sociétés d'assurance couvrent à la fois le secteur de l'assurance et celui de la réassurance, tandis que les fonds de pension recensent les entités qui disposent de l'autonomie de décision et tiennent une comptabilité complète (fonds de pension autonomes). Cette section contient également une ventilation géographique et sectorielle des contreparties émettrices de titres autres que des actions détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

COMPTES DE LA ZONE EURO

La section 3.1 présente les comptes trimestriels intégrés de la zone euro, qui fournissent une information complète sur les activités économiques des ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, ainsi que sur l'interaction entre ces secteurs et la zone euro, d'une part, et le reste du monde, d'autre part. Les données brutes en prix courants sont présentées pour le dernier trimestre disponible selon une séquence simplifiée des comptes conformément au cadre méthodologique du Système européen des comptes 1995.

En résumé, la séquence des comptes (transactions) comprend : (a) le compte d'exploitation, qui montre comment l'activité productive se traduit en différentes catégories de revenus ; (b) le compte

³ JO L 211 du 11.8.2007

⁴ JO L 15 du 20.1.2009

d'affectation des revenus primaires, qui enregistre les recettes et les dépenses liées aux différentes formes de revenus de la propriété (pour l'ensemble de l'économie, le solde comptable du compte de revenus primaires est le revenu national) ; (c) le compte de distribution secondaire du revenu, qui montre comment le revenu national d'un secteur institutionnel varie du fait des transferts courants ; (d) le compte d'utilisation du revenu, qui retrace le mode d'affectation du revenu disponible à la consommation ou à l'épargne ; (e) le compte de capital, qui indique comment l'épargne et les transferts nets en capital sont affectés à l'acquisition d'actifs non financiers (le solde comptable du compte de capital fait apparaître une capacité nette ou un besoin net de financement) ; et (f) le compte financier, qui enregistre les acquisitions nettes d'actifs financiers et les flux nets d'engagements. Chaque transaction non financière étant reflétée par une transaction financière, le solde comptable du compte financier est aussi conceptuellement égal à la capacité nette ou au besoin net de financement calculé à partir du compte de capital.

En outre, les comptes de patrimoine d'ouverture et de fermeture sont également présentés, illustrant la santé financière de chaque secteur à un moment donné. Enfin, d'autres variations des actifs et passifs financiers (par exemple, résultant de l'incidence des variations des prix des actifs) figurent également.

La couverture sectorielle du compte financier et des comptes de patrimoine est plus détaillée pour le secteur des sociétés financières, ventilé entre les IFM, les autres intermédiaires financiers (y compris les auxiliaires financiers), et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

La section 3.2 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des comptes non financiers de la zone euro (à savoir les comptes 1 à 5 présentés ci-dessus) qui suivent également la séquence de comptes simplifiée.

La section 3.3 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) des revenus, des dépenses et des comptes d'accumulation des ménages, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique. Les transactions et soldes comptables spécifiques des secteurs sont organisés de manière à retracer plus clairement les décisions de financement et d'investissement des ménages, tout en respectant les identités comptables présentées dans les sections 3.1 et 3.2.

La section 3.4 recense des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des revenus et des comptes d'accumulation des sociétés non financières, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique.

La section 3.5 présente des flux financiers cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) et les encours des comptes de patrimoine financier des sociétés d'assurance et fonds de pension.

MARCHÉS FINANCIERS

Les séries relatives aux statistiques de marchés financiers se rapportant à la zone euro recouvrent les États membres de l'UE ayant adopté l'Euro avant la période sur laquelle portent ces statistiques (composition changeante), à l'exception des statistiques relatives aux émissions de titres (sections 4.1 à 4.4) qui se rapportent à l'Euro 17 pour l'ensemble des séries temporelles (composition fixe).

Les statistiques relatives aux titres autres que les actions et les statistiques relatives aux actions cotées (sections 4.1 à 4.4) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant du SEBC et de la BRI. La section 4.5 présente les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts libellés en euros des résidents de la zone euro et aux prêts en euros qui leur sont consentis. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt du marché monétaire, au rendement des emprunts publics à long terme et aux indices des marchés boursiers (sections 4.6 à 4.8) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant de réseaux d'information financière.

Les statistiques relatives aux émissions de titres couvrent (a) les titres autres que les actions (hors produits financiers dérivés), qui sont présentés dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3, et (b) les actions cotées, qui sont présentées dans la section 4.4. Les titres de créance sont ventilés en titres à court terme et titres à long terme. Les titres à « court terme » sont ceux dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (dans des cas exceptionnels, la durée initiale est inférieure ou égale à 2 ans). Les titres (a) d'une durée initiale plus longue ou (b) aux dates d'échéance optionnelles, dont la dernière est éloignée de plus d'un an, ou (c) aux dates d'échéance indéterminées sont classés dans les émissions à « long terme ». Les titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro sont, en outre, ventilés entre émissions à taux fixe et émissions à taux variable. Les émissions à taux fixe sont celles pour lesquelles le coupon ne varie pas pendant la durée de vie des titres. Les émissions à taux variable incluent toutes les émissions pour lesquelles le coupon est périodiquement refixé par référence à un taux d'intérêt ou à un indice indépendant. Les titres libellés en euros figurant dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3 incluent également ceux libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

La section 4.1 présente les titres autres que des actions par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises. Elle présente les encours, les émissions brutes et les émissions nettes de titres autres que des actions, ventilées en (a) émissions libellées en euros et toutes devises confondues ; (b) émissions par les résidents de la zone euro et total des émissions ; et (c) ensemble des échéances et échéances à long terme. Les émissions nettes diffèrent de la variation des encours en raison d'effets de valorisation, de reclassements et d'autres ajustements. Cette section présente également les statistiques désaisonnalisées relatives, notamment, aux taux de croissance semestriels annualisés pour l'ensemble des titres de créance et les titres de créance à long terme. Les données cvs sont calculées à partir de l'indice des encours fictifs, dont les effets saisonniers ont été supprimés (pour plus de détails, cf. les notes techniques).

La section 4.2 contient une ventilation par secteurs des encours, des émissions brutes et des émissions nettes de résidents de la zone euro conforme au SEC 95. La BCE est incluse dans l'Eurosystème.

Le total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives au total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro figurant dans la section 4.1, colonne 7. Les encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les IFM figurant dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 2, sont globalement comparables aux titres de créance émis, recensés au passif du bilan agrégé des IFM dans le tableau 2 de la section 2.1, colonne 8. Le total des émissions nettes de titres de créance figurant dans le tableau 2 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives aux émissions nettes totales des résidents de la zone euro dans la section 4.1, colonne 9. L'écart résiduel entre les titres de créance à long terme et le total des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable, présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, est dû aux obligations zéro coupon et aux effets de revalorisation.

La section 4.3 présente les taux de croissance désaisonnalisés et bruts des titres de créance émis par les résidents de la zone euro (ventilés par échéances, types d'instruments, secteurs émetteurs et devises), calculés sur la base des transactions financières qui interviennent lorsqu'une entité contracte ou rembourse des engagements. Les taux de croissance excluent, par conséquent, les reclassements, les effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne découlant pas d'opérations. Les taux de croissance désaisonnalisés ont été annualisés à des fins de présentation (cf. les notes techniques pour plus de détails).

Les colonnes 1, 4, 6 et 8 du tableau 1 de la section 4.4 présentent l'encours des actions cotées émises par les résidents de la zone euro, ventilé par secteurs émetteurs. Les données mensuelles relatives aux actions cotées émises par les sociétés non financières correspondent aux séries trimestrielles présentées dans la section 3.4 (compte de patrimoine financier, actions cotées).

Les colonnes 3, 5, 7 et 9 du tableau 1 de la section 4.4 présentent les taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro (ventilés par secteurs émetteurs), établis à partir des transactions financières qui ont lieu lorsque l'émetteur émet ou rembourse des actions en numéraire sans effectuer de placements dans ses propres actions. Le calcul des taux de croissance annuels ne tient pas compte des reclassements, effets de valorisation et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

La section 4.5 présente les statistiques relatives à l'ensemble des taux d'intérêt que les IFM résidentes de la zone euro appliquent aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro correspondent à une moyenne pondérée (par volume d'activité correspondant) des taux d'intérêt appliqués dans les pays de la zone euro pour chaque catégorie.

Les statistiques de taux d'intérêt des IFM sont ventilées par types de couverture d'activité, secteurs, catégories d'instrument et échéances, durées de préavis ou périodes de fixation initiale du taux. Ces statistiques remplacent les dix séries provisoires de taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro qui étaient publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis janvier 1999.

La section 4.6 présente les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro, des États-Unis et du Japon. En ce qui concerne la zone euro, les données couvrent une large gamme de taux d'intérêt, allant des taux d'intérêt des dépôts à vue jusqu'aux taux des dépôts à 12 mois. Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux d'intérêt synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Mis à part le taux au jour le jour avant janvier 1999, les valeurs mensuelles, trimestrielles et annuelles sont des moyennes sur la période. Les taux des dépôts à vue sont représentés par les taux offerts pour les dépôts interbancaires en fin de période jusqu'en décembre 1998 inclus et par des moyennes sur la période du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'Euro (Eonia) après cette date. À compter de janvier 1999, les taux d'intérêt des dépôts à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont les taux interbancaires offerts pour les dépôts en euros (Euribor) ; avant cette date, il s'agissait des taux interbancaires offerts à Londres (Libor) lorsqu'ils étaient disponibles. Pour les États-Unis et le Japon, les taux d'intérêt des dépôts à 3 mois sont représentés par les taux interbancaires offerts à Londres (Libor).

La section 4.7 présente les taux de fin de période estimés à partir des courbes des taux nominaux au comptant basées sur les obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro et libellées en euros. Les courbes de taux sont estimées d'après le modèle de Svensson⁵.

5 L. E. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, n° 1 051, Londres (1994)

Les écarts entre les taux à dix ans et les taux à trois mois et à deux ans sont également publiés. D'autres courbes de taux (publications quotidiennes, comprenant des graphiques et des tableaux) ainsi que les informations méthodologiques correspondantes sont disponibles sur <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>. Les données quotidiennes peuvent également être téléchargées.

La section 4.8 contient les indices boursiers relatifs à la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

La plupart des données qui figurent dans cette section sont élaborées par la Commission européenne (essentiellement Eurostat) et les autorités statistiques nationales. Les résultats de la zone euro sont obtenus par agrégation des données de chacun des pays. Dans la mesure du possible, les données sont harmonisées et comparables. Les statistiques relatives aux indices de coûts de main-d'œuvre, aux composantes du PIB et de la dépense, à la valeur ajoutée par secteurs d'activité économique, à la production industrielle, aux ventes au détail, aux immatriculations automobiles et à l'emploi en termes d'heures travaillées sont corrigées des variations du nombre de jours ouvrés.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) relatif à la zone euro (tableau 1 de la section 5.1) est disponible à partir de 1995. Il est établi sur la base des IPCH nationaux, qui suivent la même méthodologie dans tous les pays de la zone euro. La ventilation par composantes de biens et services est établie à partir de la classification des fonctions de consommation des ménages (Coicop/IPCH). L'IPCH couvre la dépense monétaire de consommation finale des ménages résidant sur le territoire économique de la zone euro. Le tableau comprend les données désaisonnalisées de l'IPCH, calculées par la BCE, et des indices empiriques des prix administrés fondés sur l'IPCH.

Les prix à la production (tableau 2 de la section 5.1), la production industrielle, le chiffre d'affaires dans l'industrie et les ventes au détail (section 5.2) relèvent du règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil du 19 mai 1998 relatif aux statistiques conjoncturelles ⁶. Depuis janvier 2009, la classification révisée des activités économiques (NACE Rév. 2), couverte par le règlement (CE) n° 1893/2006 du Parlement européen et du Conseil du 20 décembre 2006 établissant la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2 et modifiant le règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil ainsi que certains règlements (CE) relatifs à des domaines statistiques spécifiques ⁷, est appliquée pour la production de statistiques conjoncturelles. En ce qui concerne les prix à la production et la production industrielle, la ventilation des produits en fonction de leur utilisation finale correspond à la subdivision harmonisée de l'industrie hors construction (NACE Rév. 2, sections B à E) en grands regroupements industriels, tels que définis dans le règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007 ⁸. Les prix à la production sont les prix de vente sortie d'usine. Ils comprennent les impôts indirects hors TVA et autres taxes déductibles. La production industrielle reflète la valeur ajoutée des secteurs d'activité concernés.

Les deux indices relatifs aux prix des matières premières hors énergie présentés dans le tableau 3 de la section 5.1 sont établis sur la base d'une couverture en matières premières identique, mais les systèmes de pondération sont différents : l'un est fondé sur les importations de la zone euro pour les matières premières considérées (colonnes 2 à 4) et l'autre (colonnes 5 à 7) sur une estimation

⁶ JO L 162 du 5.6.1998

⁷ JO L 393 du 30.12.2006

⁸ JO L 155 du 15.6.2007

de la demande intérieure de la zone euro, ou « utilisation » des matières premières, à partir des informations relatives aux importations, aux exportations et à la production intérieure pour chaque matière première (sans tenir compte, dans un souci de simplicité, des stocks, considérés comme relativement stables sur la période observée). L'indice des prix des matières premières pondéré des importations permet d'analyser les évolutions extérieures, tandis que l'indice pondéré de leur utilisation permet plus spécifiquement d'analyser les tensions qu'exercent les cours mondiaux des matières premières sur l'inflation dans la zone euro. Les indices pondérés de l'utilisation des matières premières sont des données empiriques. Pour de plus amples détails concernant la confection des indices de la BCE relatifs aux prix des matières premières, se reporter à l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

Les indices de coûts de main-d'œuvre (tableau 5 de la section 5.1) mesurent les variations des coûts de main-d'œuvre par heure ouvrée dans l'industrie (y compris la construction) et les services marchands. Leur méthodologie est définie dans le règlement (CE) n° 450/2003 du Parlement européen et du Conseil du 27 février 2003 relatif à l'indice du coût de main-d'œuvre⁹ et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003¹⁰ en portant application. Une ventilation des indices de coûts de main-d'œuvre pour la zone euro est disponible par composantes (salaires et traitements et cotisations sociales des employeurs, plus les charges fiscales induites nettes de subventions) et par activités économiques. La BCE calcule l'indicateur des salaires négociés (rubrique pour mémoire dans le tableau 5 de la section 5.1) sur la base de données nationales non harmonisées.

Les composantes de coûts unitaires de main-d'œuvre (tableau 4 de la section 5.1), le PIB et ses composantes (tableaux 1 et 2 de la section 5.2), les déflateurs du PIB (tableau 3 de la section 5.1) ainsi que les statistiques de l'emploi (tableau 1 de la section 5.3) sont issus des comptes nationaux trimestriels établis sur la base du SEC 95¹¹. Le SEC 95 a été modifié par le règlement (UE) n° 715/2010 du 10 août 2010¹² introduisant les adaptations résultant de la révision de la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en décembre 2011.

Les indices relatifs au chiffre d'affaires dans l'industrie et aux ventes au détail (tableau 4 de la section 5.2) mesurent le chiffre d'affaires, y compris tous les droits et les taxes à l'exception de la TVA, enregistré durant la période de référence. Le chiffre d'affaires des ventes au détail recouvre l'ensemble du commerce de détail, à l'exclusion des véhicules à moteur et motos, et les carburants. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières recouvrent les immatriculations de voitures à usage privé et commercial. La série relative à la zone euro exclut Chypre et Malte.

Les données qualitatives ressortant des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (tableau 5 de la section 5.2) sont issues des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Les taux de chômage (tableau 4 de la section 5.3) suivent les recommandations de l'Organisation internationale du travail (OIT). Ils font référence aux personnes activement à la recherche d'un emploi, rapportées à l'ensemble de la population active, sur la base de critères et de définitions

9 JO L 69 du 13.3.2003

10 JO L 169 du 8.7.2003

11 JO L 310 du 30.11.1996

12 JO L 210 du 11.8.2010

harmonisés. Les estimations relatives à la population active servant à calculer le taux de chômage ne correspondent pas à la somme des niveaux d'emploi et de chômage figurant dans la section 5.3.

FINANCES PUBLIQUES

Les sections 6.1 à 6.5 présentent la situation budgétaire des administrations publiques dans la zone euro. Les données sont en grande partie consolidées et sont établies à partir de la méthodologie du SEC 95. Les agrégats annuels de la zone euro figurant dans les sections 6.1 à 6.3 sont calculés par la BCE sur la base des obligations de déclaration statistique définies dans l'orientation BCE du 31 juillet 2009 relative aux statistiques de finances publiques (BCE/2009/20)¹³. Les données harmonisées fournies par les BCN sont régulièrement mises à jour. Les agrégats annuels relatifs au déficit et à la dette de la zone euro peuvent différer de ceux publiés par la Commission européenne. Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.4 et 6.5 sont calculés par la BCE à partir des données fournies par Eurostat et des données nationales.

La section 6.1 présente les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1500/2000 de la Commission du 10 juillet 2000¹⁴ modifiant le SEC 95. La section 6.2 présente de façon détaillée la dette brute consolidée des administrations publiques en valeur nominale, conformément aux dispositions du Traité relatives à la procédure de déficit excessif (PDE). Les sections 6.1 et 6.2 englobent les données relatives aux déficits/excédents et à la dette des administrations publiques pour les différents pays de la zone euro telles que déclarées à la Commission européenne conformément au règlement du Conseil (UE) n° 679/2010, en raison de l'importance qu'elles ont dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. La section 6.3 présente les variations de la dette des administrations publiques. La différence entre la variation de la dette publique et le déficit public, l'ajustement dette-déficit, s'explique essentiellement par des opérations de l'État sur des actifs financiers et par des variations de change. La section 6.4 présente les données trimestrielles brutes relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1221/2002 du Parlement européen et du Conseil du 10 juin 2002 sur les comptes trimestriels non financiers des administrations publiques¹⁵. La section 6.5 présente les données trimestrielles relatives à la dette brute consolidée des administrations publiques, à l'ajustement dette-déficit et au besoin de financement des administrations publiques. Les calculs sont effectués à partir des données fournies par les États membres conformément au règlement (CE) n° 501/2004 et au règlement (CE) n° 1222/2004, ainsi que des données communiquées par les BCN.

BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

Les concepts et définitions utilisés pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure (sections 7.1 à 7.4) sont généralement conformes aux recommandations du Manuel de la balance des paiements du FMI (cinquième édition, octobre 1993), à l'orientation de la BCE du 16 juillet 2004 sur les obligations de déclaration statistique établies par la BCE (BCE/2004/15)¹⁶

13 JO L 228 du 1.09.2009

14 JO L 172 du 12.7.2000

15 JO L 179 du 9.7.2002

16 JO L 354 du 30.11.2004

modifiée par l'orientation de la BCE du 31 mai 2007 (BCE/2007/3)¹⁷. Des informations complémentaires concernant les méthodologies et sources utilisées pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure figurent dans la publication de la BCE intitulée *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne) (mai 2007) et dans les rapports des groupes de travail suivants : *Portfolio investment collection systems* (juin 2002), *Portfolio investment income* (août 2003) et *Foreign direct investment* (mars 2004), qui peuvent être téléchargés sur le site internet de la BCE. En outre, un rapport du groupe de travail Qualité de la BCE/Commission européenne (Eurostat) consacré aux statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure (juin 2004) est disponible sur le site internet du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (www.cmfb.org). Le rapport annuel de qualité concernant la balance des paiements et la position extérieure de la zone euro, établi à partir des recommandations du groupe de travail et conforme aux principes fondamentaux du Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE publié en avril 2008, est disponible sur le site internet de la BCE.

Le 9 décembre 2011, l'orientation BCE relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de statistiques extérieures (BCE/2011/23)¹⁸ a été adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cet acte juridique définit de nouvelles obligations de déclaration en matière de statistiques extérieures, qui reflètent principalement les modifications méthodologiques apportées à la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI* (BPM6). La BCE commencera à publier les statistiques de balance des paiements, de position extérieure et de réserves de change de la zone euro conformément à l'orientation BCE/2011/23 et au BPM6 en 2014, avec des données rétrospectives. Les tableaux des sections 7.1 et 7.4 suivent la convention de signes du *Manuel de la balance des paiements du FMI* : les excédents du compte de transactions courantes et du compte de capital sont assortis d'un signe positif, tandis que dans le compte financier, un signe positif indique une augmentation des engagements ou une diminution des avoirs. Dans les tableaux de la section 7.2, les transactions figurant au débit et au crédit sont présentées avec un signe positif. En outre, à partir du *Bulletin mensuel* de février 2008, les tableaux de la section 7.3 sont restructurés de manière à présenter ensemble les données relatives à la balance des paiements, la position extérieure et les taux de croissance qui s'y rapportent ; dans les nouveaux tableaux, les transactions sur les avoirs et les engagements qui correspondent à des augmentations des positions sont assorties d'un signe positif.

La balance des paiements de la zone euro est élaborée par la BCE. Les chiffres mensuels récents doivent être considérés comme provisoires. Les données sont révisées lors de la publication des statistiques relatives au mois suivant et/ou des données détaillées de la balance des paiements trimestrielle. Les données antérieures font l'objet d'une révision périodique ou résultant de modifications de la méthodologie d'élaboration des données d'origine.

Le tableau 1 de la section 7.2 comporte également des données corrigées des variations saisonnières relatives au compte de transactions courantes. Le cas échéant, l'ajustement prend en compte également les effets de jour ouvré, d'année bissextile et/ou des fêtes de Pâques. Le tableau 3 de la section 7.2 et le tableau 9 de la section 7.3 présentent une ventilation géographique de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro vis-à-vis des principaux partenaires, considérés à la fois isolément et par groupes, en établissant une distinction entre les États membres de l'UE

¹⁷ JO L 159 du 20.6.2007

¹⁸ JO L 65 du 3.3.2012

n'appartenant pas à la zone euro et les pays ou zones ne faisant pas partie de l'UE. La ventilation fait également apparaître les transactions et les positions vis-à-vis des institutions de l'UE et des organisations internationales (qui, mis à part la BCE et le Mécanisme européen de stabilité, sont considérées, statistiquement, comme n'appartenant pas à la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux. La ventilation ne couvre pas les transactions ou les positions relatives aux engagements au titre des investissements de portefeuille, aux produits financiers dérivés et aux réserves de change. Par ailleurs, aucune donnée séparée n'est fournie pour les revenus d'investissements versés au Brésil, à la Chine continentale, à l'Inde ou à la Russie. La ventilation géographique est présentée dans l'article intitulé *La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties* du *Bulletin mensuel* de février 2005.

Les données relatives au compte financier de la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro figurant dans la section 7.3 sont calculées sur la base des transactions et des positions vis-à-vis des non-résidents, la zone euro étant considérée comme une entité économique unique (cf., également, l'encadré 9 du *Bulletin mensuel* de décembre 2002, l'encadré 5 du *Bulletin mensuel* de janvier 2007 et l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de janvier 2008). La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (Par exemple, les prêts et les dépôts). La position extérieure trimestrielle est établie à l'aide du même cadre méthodologique que la position extérieure annuelle. Certaines sources de données n'étant pas disponibles tous les trimestres (ou avec un décalage), la position extérieure trimestrielle est en partie estimée à partir des transactions financières, des prix d'actifs et de l'évolution des taux de change.

Le tableau 1 de la section 7.3 récapitule la position extérieure et les transactions financières de la balance des paiements de la zone euro. La ventilation de la variation de la position extérieure annuelle s'obtient en appliquant un modèle statistique aux variations de la position extérieure autres que celles résultant des transactions, au moyen des informations tirées de la ventilation géographique et de la décomposition par devises des avoirs et des engagements, ainsi que des indices de prix appliqués à différents actifs financiers. Dans ce tableau, les colonnes 5 et 6 se rapportent aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « prêts » et « monnaie fiduciaire et dépôts » est effectuée en fonction du secteur de la contrepartie non résidente : les avoirs vis-à-vis des banques non résidentes sont classés dans les dépôts, tandis que les avoirs vis-à-vis des autres secteurs non résidents font partie des prêts. Cette ventilation suit la distinction effectuée dans d'autres statistiques, telles que celles relatives au bilan consolidé des IFM, et a été établie conformément au *Manuel de la balance des paiements du FMI*.

Les avoirs de réserve et autres avoirs et engagements gérés par l'Eurosystème sont présentés dans le tableau 7 de la section 7.3. En raison de différences de couverture et de valorisation, ces données ne sont pas entièrement comparables avec celles apparaissant dans la situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème. Les données du tableau 7 sont conformes aux recommandations établies par le cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises. Par définition, les actifs inclus dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro. Avant que les pays ne participent à la zone euro, les actifs de leurs banques centrales sont enregistrés au sein des investissements de portefeuille (s'agissant des titres) ou des autres investissements (dans le cas des autres actifs). Les variations enregistrées sur les avoirs en or de l'Eurosystème (colonne 3) résultent des transactions effectuées aux termes de l'Accord sur les avoirs

en or des banques centrales du 26 septembre 1999, renouvelé le 27 septembre 2009. Des informations plus détaillées relatives au traitement statistique des avoirs de réserve de l'Eurosystème figurent dans la publication intitulée *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octobre 2000), qui peut être téléchargée sur le site internet de la BCE. Des données plus complètes, conformes au cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises, peuvent également être obtenues sur le site internet de la BCE.

Dans le tableau 8 de la section 7.3, les statistiques relatives à la dette extérieure brute de la zone euro représentent l'encours des engagements effectifs (et non conditionnels) vis-à-vis des non-résidents nécessitant le versement par le débiteur du principal et/ou des intérêts à une ou plusieurs dates ultérieures. Le tableau 8 présente une ventilation par instruments et par secteurs institutionnels de la dette extérieure brute.

La section 7.4 contient une présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, montrant les transactions du secteur des non-IFM qui reflètent les transactions extérieures nettes des IFM. Dans les transactions du secteur des non-IFM figurent des transactions de balance des paiements pour lesquelles aucune ventilation sectorielle n'est disponible. Elles concernent les comptes de transactions courantes et de capital (colonne 2) et les produits financiers dérivés (colonne 11). Une note méthodologique mise à jour relative à la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro peut être consultée à la partie *Statistics* du site internet de la BCE. Cf., également, l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de juin 2003.

La section 7.5 présente des données relatives aux échanges de biens de la zone euro. Ces données proviennent d'Eurostat. Les données relatives aux échanges en valeur et les indices de volume sont corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés. La ventilation par produits présentée dans le tableau 1 de la section 7.5, colonnes 4 à 6 et 9 à 11, est conforme à la classification par grandes catégories économiques et correspond aux principales catégories de biens dans le Système des comptes nationaux. Les produits manufacturés (colonnes 7 et 12) et le pétrole (colonne 13) sont conformes à la définition du CTCI Rév. 4. La ventilation géographique (tableau 3 de la section 7.5) fait apparaître les principaux partenaires commerciaux, à la fois isolément et par groupes régionaux. La Chine ne comprend pas Hong-Kong. Les données relatives au commerce extérieur, notamment pour les importations, ne sont pas totalement comparables avec le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements (sections 7.1 et 7.2), en raison de différences dans les définitions retenues, les classifications, le champ couvert et les dates de recensement. Une partie de l'écart provient de l'inclusion des opérations d'assurance et de fret dans le recensement des importations de biens dans les données de commerce extérieur.

Les prix des produits industriels importés et les prix à la production des produits industriels exportés (ou prix de la production dans l'industrie pour les marchés extérieurs) présentés dans le tableau 2 de la section 7.5 ont été introduits par le règlement (CE) n° 1158/2005 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil, qui constitue le principal fondement juridique des statistiques conjoncturelles. L'indice des prix à l'importation dans l'industrie recouvre les produits industriels importés de pays n'appartenant pas à la zone euro, conformément aux sections B à E de la classification statistique des produits associée aux activités dans la Communauté économique européenne (nomenclature CPA), ainsi que l'ensemble des secteurs institutionnels des pays importateurs à l'exception des ménages, des administrations publiques et des institutions sans but lucratif. Il reflète le prix CAF (coût, assurance et fret) hors droits et taxes à l'importation, et concerne les transactions effectivement réalisées en euros au moment du transfert de la propriété des biens. Les prix à l'exportation dans l'industrie recouvrent l'ensemble des produits industriels directement

exportés par les producteurs de la zone euro vers les marchés hors zone euro, conformément aux sections B à E de la NACE Rév. 2. Les exportations des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte. Les indices reflètent le prix franco à bord (FAB) exprimé en euros et calculé aux frontières de la zone euro, comprenant les taxes indirectes à l'exception de la TVA et les autres taxes déductibles. Les prix à l'importation et à l'exportation dans l'industrie sont ventilés par grands regroupements industriels au sens du règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 11 du Bulletin mensuel de décembre 2008.

TAUX DE CHANGE

La section 8.1 présente les indices de taux de change effectif (TCE) nominal et réel de l'euro, calculés par la BCE à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'Euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive traduit une appréciation de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés avec ces partenaires commerciaux sur les périodes comprises entre 1995 et 1997, 1998 et 2000, 2001 et 2003, 2004 et 2006 et 2007 et 2009, et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les indices de TCE sont obtenus par chaînage des indicateurs sur la base de chacun de ces cinq ensembles de pondérations à la fin de chaque période de trois ans. L'indice TCE ainsi établi a comme période de base le premier trimestre 1999. Le groupe TCE-20 de partenaires commerciaux inclut les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, ainsi que les pays suivants : Australie, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, Hong-Kong, Japon, Norvège, Singapour et Suisse. Le groupe TCE-19 n'inclut pas la Croatie. Le groupe TCE-39 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-20, les pays suivants : Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Inde, Indonésie, Islande, Israël, Malaisie, Maroc, Mexique, Nouvelle-Zélande, Philippines, Russie, Taiwan, Thaïlande, Turquie et Venezuela. Les TCE réels sont calculés à partir des indices de prix à la consommation (IPC), des indices de prix à la production (IPP), des déflateurs du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans le secteur manufacturier (CUMIM) ainsi que dans l'ensemble de l'économie (CUME). Les TCE déflatés des CUMIM sont disponibles uniquement pour le TCE-19.

Pour plus de détails concernant le calcul des TCE, cf. l'étude intitulée *Revisiting the effective exchange rates of the euro*, Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro et Cristina Pinheiro, Occasional paper n° 134 de la BCE, juin 2012, qui peut être téléchargée sur le site de la BCE.

Les taux bilatéraux indiqués dans la section 8.2 sont les moyennes mensuelles des cours de référence quotidiens pour toutes ces monnaies. Pour la couronne islandaise, le taux de change le plus récent est de 290,0 pour un euro et se rapporte au 3 décembre 2008.

ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

Les statistiques relatives aux autres États membres de l'UE (section 9.1) suivent les mêmes principes que ceux appliqués pour les données relatives à la zone euro. Toutefois, les données relatives au compte de transactions courantes et au compte de capital ainsi qu'à la dette extérieure brute présentées dans ce tableau suivent les différents concepts nationaux et n'incluent pas les véhicules *ad hoc*. Les données pour les États-Unis et le Japon présentées dans la section 9.2 sont obtenues à partir de sources nationales.

ANNEXES

CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME ¹



12 JANVIER 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

9 FÉVRIER 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il approuve également des critères d'éligibilité nationaux spécifiques et des mesures de contrôle des risques pour l'acceptation temporaire, dans un certain nombre de pays, de créances privées supplémentaires en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.

8 MARS, 4 AVRIL, 3 MAI 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

6 JUIN 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 15 janvier 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

5 JUILLET 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,75 %, à compter de l'opération devant être réglée le 11 juillet 2012. En outre, il décide d'abaisser de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 1,50 % et 0,00 % avec effet au 11 juillet 2012.

2 AOÛT 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2011 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

6 SEPTEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des modalités appelées à régir les opérations monétaires sur titres (*Outright monetary transactions* – OMT) sur les marchés secondaires des obligations souveraines de la zone euro.

4 OCTOBRE, 8 NOVEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

6 DÉCEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 9 juillet 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

10 JANVIER, 7 FÉVRIER, 7 MARS, 4 AVRIL 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

2 MAI 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 8 mai 2013. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 50 points de base, à 1,00 %, avec effet au 8 mai 2013 et de laisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt inchangé à 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 8 juillet 2014, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

6 JUIN, 4 JUILLET, 1^{ER} AOÛT, 5 SEPTEMBRE, 2 OCTOBRE 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,50 %, 1,00 % et 0,00 %.

7 NOVEMBRE 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 13 novembre 2013. En outre, le Conseil décide d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 25 points de base, à 0,75 %, avec effet au 13 novembre 2013, et de laisser inchangé le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, à 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 7 juillet 2015, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

5 DÉCEMBRE 2013, 9 JANVIER, 6 FÉVRIER 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,25 %, 0,75 % et 0,00 %.





PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

DOCUMENTS DE RECHERCHE

- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques (*Occasional paper series*)
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.

Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus gratuitement, dans la limite des stocks disponibles, sous forme d'abonnement ou à l'unité, en contactant l'adresse suivante : info@ecb.europa.eu.



GLOSSAIRE

Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Abandon de créances (*Write-off*) : sortie du bilan des IFM de la valeur des prêts lorsque ces derniers sont considérés comme étant totalement irrécouvrables.

Actions (*Equities*) : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise, notamment les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administrations publiques (*General government*) : secteur défini dans le SEC 95 comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [*Deficit-debt adjustment (general government)*] : écart entre le déficit des administrations publiques et la variation de leur dette.

Appel d'offres à taux fixe (*Fixed rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir au taux d'intérêt fixé.

Appel d'offres à taux variable (*Variable rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles souhaitent être servies.

Autres investissements (*Other investment*) : rubrique de la balance des paiements et de la position extérieure recensant les opérations financières/positions à l'égard des non-résidents en crédits commerciaux, dépôts et crédits et autres comptes à recevoir/à payer.

Avoirs de réserve internationaux (*International reserves*) : avoirs extérieurs gérés par les autorités monétaires et dont elles peuvent disposer rapidement afin de financer ou de réguler directement l'ampleur des déséquilibres en matière de paiements, par le biais d'une intervention sur les marchés de change. Les avoirs de réserve internationaux de la zone euro recouvrent les créances sur les non-résidents de la zone euro libellées dans une devise autre que l'euro, l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve de l'Eurosystème auprès du FMI.

Balance des paiements [*Balance of payments (b.o.p.)*] : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde.

Besoin de financement des administrations publiques [*Borrowing requirement (general government)*] : accroissement net de la dette des administrations publiques.

Bilan consolidé du secteur des IFM (*Consolidated balance sheet of the MFI sector*) : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur

des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de M3.

Compte de capital (*Capital account*) : compte de la balance des paiements qui couvre tous les transferts en capital et les acquisitions moins les cessions d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents.

Comptes de capital (*Capital accounts*) : partie du système de comptes nationaux (ou de la zone euro) décrivant la variation de la valeur nette due à l'épargne nette, aux transferts nets en capital et aux acquisitions nettes d'actifs non financiers.

Compte financier (*Financial account*) : compte de la balance des paiements qui couvre les opérations effectuées entre résidents et non-résidents sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et d'autres investissements, ainsi que les opérations sur produits financiers dérivés et avoirs de réserve.

Comptes financiers (*Financial accounts*) : partie du système des comptes nationaux (ou de la zone euro) présentant les situations financières (encours ou bilans), les opérations financières et autres changements des différents secteurs institutionnels d'une économie par type d'actifs financiers.

Compte de revenus (*Income account*) : compte de la balance des paiements qui retrace deux types de transactions avec les non-résidents, à savoir (a) celles concernant la rémunération des salariés non résidents (travailleurs transfrontières, saisonniers et autres contrats de courte durée) et (b) celles concernant les revenus d'investissements perçus et versés relatifs aux avoirs et aux engagements financiers extérieurs, ces derniers recouvrant les revenus perçus et versés sur les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ainsi que les revenus perçus sur les avoirs de réserve.

Compte de transactions courantes (*Current account*) : compte de la balance des paiements qui couvre toutes les transactions portant sur les biens et services, les revenus et les transferts courants entre résidents et non-résidents.

Compte de transferts courants (*Current transfers account*) : compte technique de la balance des paiements dans lequel la valeur des ressources réelles ou des actifs financiers est enregistrée au moment de leur transfert, sans contrepartie économique. Les transferts courants recouvrent tous les transferts autres que les transferts en capital.

Courbe des rendements (*Yield curve*) : représentation graphique de la relation existant, à un instant donné, entre le taux d'intérêt ou rendement et l'échéance résiduelle pour des titres de créance suffisamment homogènes et assortis de dates d'échéance différentes. La pente de la courbe peut être mesurée comme la différence entre les taux d'intérêt ou rendement à deux échéances représentatives.

Cours pivot [*Central parity (ou central rate)*] : taux de change par rapport à l'euro de chacune des monnaies participant au MCE II, et autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

Coûts unitaires de main-d'œuvre (*Unit labour costs*) : mesure des coûts totaux de main-d'œuvre par unité de production, calculés pour la zone euro en rapportant la rémunération totale par salarié à la productivité du travail (définie comme le PIB en volume par personne employée).

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (*MFI credit to euro area residents*) : prêts des IFM accordés aux résidents non-IFM de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et titres de créance).

Déficit des administrations publiques [*Deficit (general government)*] : besoin net de financement des administrations publiques correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

Déflation (*Deflation*) : phénomène de baisse significative et persistante des prix d'un très large éventail de biens de consommation et de services, qui devient ancrée dans les anticipations.

Désinflation (*Disinflation*) : processus de ralentissement de l'inflation qui peut aboutir à des taux d'inflation négatifs de nature temporaire.

Dettes (comptes financiers) [*Debt (financial accounts)*] : prêts souscrits par les ménages et prêts, titres de créance et provisions pour fonds de pension des sociétés non financières (résultant des engagements directs de l'employeur au titre de la retraite de ses salariés), comptabilisés aux prix de marché en fin de période.

Dettes des administrations publiques [*Debt (general government)*] : total des dettes brutes (monnaie fiduciaire et dépôts, crédits et titres autres qu'actions à l'exclusion des produits dérivés) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les administrations publiques.

Dettes extérieures brutes (*Gross external debt*) : montant des engagements contractuels en cours effectifs (c'est-à-dire non conditionnels) d'une économie comportant obligation de remboursement du principal et/ou de paiement des intérêts à des non-résidents à un moment donné futur.

Échanges de biens (*External trade in goods*) : exportations et importations de biens avec les pays hors zone euro, mesurées en termes de valeur et d'indices de volume et de valeur unitaire. Les statistiques relatives aux échanges de biens ne sont pas directement comparables avec les exportations et importations enregistrées dans les comptes nationaux, ces derniers incluant à la fois les opérations intra-zone euro et avec le reste du monde, et englobant les biens et les services. Elles ne sont pas plus entièrement comparables avec la rubrique des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements. Outre les ajustements méthodologiques, la principale différence réside dans le fait que, dans les statistiques relatives aux échanges de biens, les importations incluent les activités d'assurance et de fret alors qu'elles sont enregistrées franco à bord dans les statistiques de balance des paiements.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (*MFI longer-term financial liabilities*) : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les IFM de la zone euro et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

Enquêtes auprès des directeurs d'achat de la zone euro (*Eurozone Purchasing Managers' Surveys*) : enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière et les services effectuées pour un certain nombre de pays de la zone euro et servant à établir des indices. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier de la zone euro est un indicateur pondéré calculé à partir de sous-indices relatifs aux variations de la production, aux nouvelles commandes, à l'emploi, aux délais de livraison des fournisseurs et aux stocks

de marchandises. L'enquête relative au secteur des services de la zone euro comporte des questions sur le volume d'activité, le volume d'activité escompté, le volume des affaires en cours, les nouvelles commandes reçues, l'emploi, les prix des intrants et les prix facturés. L'indice composite de la zone euro est calculé en associant les résultats respectifs des enquêtes sur l'industrie manufacturière et sur le secteur des services.

Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) [Survey of Professional Forecasters (SPF)] : enquête trimestrielle menée par la BCE depuis 1999 afin de collecter des prévisions macroéconomiques concernant l'inflation, la croissance du PIB en volume et le chômage dans la zone euro auprès d'un panel d'experts affiliés aux organismes financiers et non financiers de l'UE.

Enquêtes de la Commission européenne (European Commission surveys) : enquêtes harmonisées effectuées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs de chaque État membre de l'UE pour le compte de la Commission européenne. Ces enquêtes sous forme de questionnaire s'adressent aux chefs d'entreprise des secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce de détail et des services, ainsi qu'aux consommateurs. À l'issue de chaque enquête mensuelle, des indicateurs composites sont calculés afin de synthétiser, au sein d'un indicateur unique (indicateurs de confiance), les réponses fournies à un certain nombre de questions.

Enquête sur la distribution du crédit bancaire [Bank lending survey (BLS)] : enquête trimestrielle, menée par l'Eurosystème depuis janvier 2003, concernant les politiques du crédit. Elle consiste à poser à un échantillon prédéfini de banques de la zone euro des questions qualitatives concernant l'évolution des critères d'octroi des prêts, des modalités de prêt et de la demande de prêts émanant à la fois des entreprises et des ménages.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour) [EONIA (Euro overnight index average)] : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (Euro interbank offered rate)] : taux auquel une banque dite de premier rang est disposée à prêter des fonds (libellés en euros) à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement, à partir des taux d'un échantillon représentatif d'établissements bancaires, pour différentes échéances inférieures ou égales à douze mois.

Eurosystème (Eurosystem) : système de banque centrale composé de la BCE et des BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Excédent de liquidité (Excess liquidity) : montant des réserves de banque centrale détenu par les banques en sus des besoins de l'ensemble du système bancaire, qui sont déterminés par les réserves obligatoires et les facteurs autonomes.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles d'effectuer, de leur propre initiative, des dépôts à 24 heures auprès de la BCN de leur juridiction respective. Ces dépôts sont rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé qui représente généralement un plancher pour les taux d'intérêt du marché au jour le jour.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility) : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles, à leur propre initiative, d'obtenir des crédits à 24 heures

auprès de la BCN de leur juridiction à un taux prédéterminé sous forme d'une opération de cession temporaire. Le taux d'intérêt appliqué aux prêts accordés dans le cadre de la facilité de prêt marginal constitue normalement un plafond pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour.

Facteurs autonomes de la liquidité (*Autonomous liquidity factors*) : facteurs de la liquidité ne résultant pas normalement de l'utilisation des instruments de politique monétaire. Il s'agit notamment des billets en circulation, des dépôts de l'administration publique auprès de la banque centrale et des réserves nettes de change de la banque centrale.

Forward guidance (**Indications sur l'orientation de la politique monétaire**) : communication du Conseil des gouverneurs sur l'orientation conditionnelle de la politique monétaire en ce qui concerne la trajectoire future des taux directeurs de la BCE.

Garanties (*Collateral*) : actifs mis en nantissement ou transférés en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés dans le cadre d'accords de pension. Les garanties utilisées dans les opérations de cession temporaire de l'Eurosystème doivent satisfaire à certains critères d'éligibilité.

IFM (Institutions financières monétaires) [MFIs (*monetary financial institutions*)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la zone euro. Elles incluent (a) l'Eurosystème, (b) les établissements de crédit résidents (tels que définis par la législation européenne), (c) les autres institutions financières dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières, ainsi que les établissements de monnaie électronique dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière sous la forme d'émission de monnaie électronique et (d) les OPCVM monétaires, c'est-à-dire des organismes de placement collectif qui investissent dans des instruments à court terme et à faible risque.

Indice des coûts horaires de main-d'œuvre (*Hourly labour cost index*) : mesure des coûts de main-d'œuvre comprenant les salaires et traitements bruts (en numéraire ou en nature, y compris les primes) et les autres coûts de main-d'œuvre (les cotisations sociales patronales plus les taxes sur la masse salariale moins les subventions perçues par les employeurs) par heure effectivement travaillée (y compris les heures supplémentaires).

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*] : mesure de l'évolution des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

Indice des salaires négociés (*Index of negotiated wages*) : mesure de l'issue directe des négociations dans le cadre des conventions collectives en termes de rémunération de base (c'est-à-dire hors primes) au niveau de la zone euro. Cet indice fait référence à la variation moyenne attendue des salaires et traitements mensuels.

Inflation (*Inflation*) : augmentation du niveau général des prix, par exemple de l'indice des prix à la consommation.

Investissements directs (*Direct investment*) : investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquérir un intérêt durable (en pratique, participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions

ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays. Ils recouvrent les opérations en capital, les bénéfices réinvestis et les autres opérations en capital liées à des prêts intragroupes. Ce poste enregistre les transactions/positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux actifs à l'étranger (« investissements directs des résidents à l'étranger ») et les transactions/positions nettes des non-résidents relatives aux actifs de la zone euro (« investissements directs des non-résidents dans la zone euro »).

Investissements de portefeuille (*Portfolio investment*) : transactions et/ou positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations sur actions et titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire). Les opérations sont enregistrées au prix effectif payé ou reçu, moins les commissions et les frais. Pour entrer dans la catégorie des investissements de portefeuille, la part du capital détenue dans une entreprise doit être inférieure à 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote.

M1 : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des IFM et de l'administration centrale (par exemple : Poste, Trésor).

M2 : agrégat monétaire intermédiaire comprenant M1 plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des IFM et de l'administration centrale.

M3 : agrégat monétaire large comprenant M2 plus les instruments négociables, notamment les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (*exchange rate mechanism II*)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la zone euro et les États membres de l'UE ne participant pas à la phase III de l'UEM.

Obligations d'État indexées (*Inflation-indexed government bonds*) : titres de créance émis par les administrations publiques, dont les versements de coupons et la valeur du principal sont liés à un indice de prix à la consommation spécifique.

Offres d'emploi (*Job vacancies*) : terme collectif désignant à la fois les créations d'emploi récentes, les emplois non pourvus ou ceux appelés à être vacants dans un avenir proche et ayant donné lieu, sur la période récente, à des démarches actives de la part de l'employeur, en vue de trouver un candidat répondant au profil du poste.

OPCVM (hors OPCVM monétaires) [*Investment funds (except money market funds)*] : institutions financières qui regroupent les capitaux levés auprès du public et les investissent dans des actifs financiers et non financiers. Cf., également, IFM.

Opération de cession temporaire (*Reverse transaction*) : opération par laquelle la BCN achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Opération d'*open market* (*Open market operation*) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. Ces opérations recouvrent les opérations de cession temporaire,

les opérations ferme ainsi que les reprises de liquidité en blanc, l'émission de certificats de dette et les *swaps* de change. Les opérations d'*open market* peuvent fournir ou absorber de la liquidité.

Opération principale de refinancement [Main refinancing operation (MRO)] : opération d'*open market* effectuée par l'Eurosystème de manière régulière sous forme d'opérations de cession temporaire. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme [Longer-term refinancing operations (LTRO)] : opération d'*open market* d'une durée supérieure à une semaine effectuée par l'Eurosystème sous forme d'une opération de cession temporaire. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Au cours des turbulences apparues sur les marchés financiers en août 2007, des opérations supplémentaires assorties d'une échéance allant d'une période de constitution de réserves à 36 mois ont été effectuées, selon des fréquences variables.

Opération de retrait de liquidité (Liquidity-absorbing operation) : opération par laquelle l'Eurosystème absorbe de la liquidité pour réduire l'excédent de liquidité, ou afin de créer une pénurie de liquidité. Ces opérations peuvent être réalisées sous forme d'émission de certificats de dette ou de reprises de liquidité en blanc.

Parité de pouvoir d'achat [Purchasing power parity (PPP)] : taux auquel une monnaie est convertie dans une autre pour égaliser le pouvoir d'achat des deux monnaies en éliminant les différences des niveaux de prix prévalant dans les deux pays concernés. Dans leur forme la plus simple, les parités de pouvoir d'achat montrent le rapport entre des prix exprimés dans la monnaie nationale pour le même bien ou service dans différents pays.

Point mort d'inflation (Break-even inflation rate) : écart entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'une obligation indexée sur l'inflation d'échéance comparable (ou qui s'en rapproche le plus).

Population active (Labour force) : somme totale des personnes occupant un emploi et des chômeurs.

Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets) : créances du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (comme l'or, les devises étrangères — billets et pièces — les titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les dépôts des non-résidents de la zone euro, les pensions, leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires et titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

Position extérieure [International investment position (i.i.p.)] : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

Prix à la production (Industrial producer prices) : prix sortie d'usine (hors coûts de transport) de tous les produits vendus par l'industrie hors construction sur le marché intérieur des pays de la zone euro, à l'exclusion des importations.

Procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale (Fixed rate full-allotment tender procedure) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale (taux fixe) et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles

souhaitent obtenir à ce taux, en sachant à l'avance que toutes leurs soumissions seront satisfaites (allocation intégrale).

Production industrielle (*Industrial production*) : valeur ajoutée brute créée par l'industrie à prix constants.

Productivité du travail (*Labour productivity*) : production pouvant être réalisée avec une quantité donnée de facteur travail. Elle peut être mesurée de plusieurs façons mais correspond généralement au PIB en volume divisé soit par l'emploi total, soit par le nombre total d'heures travaillées.

Produit intérieur brut (PIB) [*Gross domestic product (GDP)*] : valeur totale des biens et services produits dans une économie moins les consommations intermédiaires, moins les impôts indirects plus les subventions d'exploitation. Le PIB peut s'entendre dans l'optique produit, dépense ou revenu. Les principaux agrégats de dépense du PIB sont la consommation finale des ménages, la consommation finale des administrations publiques, la formation brute de capital fixe, la variation des stocks, les exportations nettes de biens et services (y compris les échanges intra-zone euro).

Ratio de déficit (administrations publiques) [*Deficit ratio (general government)*] : rapport entre le déficit des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif. Il est également désigné par les termes ratio de déficit budgétaire ou ratio de déficit public.

Ratio dette publique/PIB (administrations publiques) [*Debt-to-GDP ratio (general government)*] : rapport entre la dette des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif.

Réduction de créances (*Write-down*) : ajustement à la baisse de la valeur des prêts enregistrés dans les bilans des IFM lorsqu'il est reconnu que les prêts sont devenus en partie irrécouvrables.

Rémunération par tête ou par heure travaillée (*Compensation per employee or per hour worked*) : rémunération totale, en numéraire ou en nature, versée par les employeurs aux salariés, à savoir les salaires et traitements bruts, ainsi que les primes, heures supplémentaires et les cotisations de sécurité sociale versées par l'employeur, divisée par le nombre total de salariés ou par le nombre total d'heures travaillées.

Réserves obligatoires (*Reserve requirement*) : obligation faite aux établissements de crédit de constituer un montant minimum de réserves auprès de la banque centrale sur une période de constitution. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte de réserves de l'établissement sur la période de constitution.

Sociétés d'assurance et fonds de pension (*Insurance corporations and pension funds*) : sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation de risques.

Solde budgétaire structurel (administrations publiques) [*Structural fiscal balance (general government)*] : solde budgétaire effectif corrigé des facteurs conjoncturels (c'est-à-dire solde corrigé du cycle) et des mesures budgétaires exceptionnelles.

Soutien renforcé du crédit (*Enhanced credit support*) : mesures non conventionnelles prises par la BCE/l'Eurosysteme au cours de la crise financière en vue de soutenir les conditions de financement et les flux de crédit au-delà de ce qui pourrait être réalisé par le seul biais des réductions des taux directeurs de la BCE.

Stabilité des prix (*Price stability*) : selon la définition du Conseil des gouverneurs, une progression de l'IPCH inférieure à 2 % par an pour la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [*Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*] : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les indices de TCE de l'euro sont calculés par rapport à différents groupes de partenaires commerciaux : le TCE-20 comprend les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE, et le TCE-40 recouvre le groupe TCE-20 et vingt autres pays. Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de produits manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

Taux directeurs de la BCE (*Key ECB interest rates*) : taux d'intérêt fixés par le Conseil des gouverneurs, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Il s'agit du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt.

Taux d'intérêt des IFM (*MFI interest rates*) : taux d'intérêt que les établissements de crédit et autres IFM résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro et aux prêts qui leur sont consentis.

Taux de soumission maximal (*Maximum bid rate*) : taux d'intérêt maximal auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations de retrait de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

Taux de soumission minimal (*Minimum bid rate*) : taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations d'apport de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

Titre de créance (*Debt security*) : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

Titrisation (*Securitisation*) : opération ou montage permettant la cession d'un actif ou d'un portefeuille de créances, souvent constitué de prêts (prêts immobiliers, prêts à la consommation, etc.), du cédant (généralement un établissement de crédit) à un véhicule financier. Celui-ci transforme ces actifs en titres négociables en émettant des titres souscrits par les investisseurs. Les flux d'intérêts et de remboursement sur le portefeuille de créances qu'il a achetées aux banques permettent le service de la dette qu'il émet.

Valeur de référence pour la croissance de M3 (*Reference value for M3 growth*) : taux de croissance annuel de M3 jugé compatible avec la stabilité des prix à moyen terme.

Véhicule financier *ad hoc* [Financial vehicle corporation (FVC)] : entité dont l'activité principale consiste à effectuer des opérations de titrisation. Un véhicule financier *ad hoc* émet généralement des titres négociables qui sont commercialisés auprès du grand public, ou vendus sous forme de placements privés. Ces titres sont adossés à un portefeuille d'actifs (habituellement des prêts) qui sont détenus par le véhicule financier *ad hoc*. Dans certains cas, l'opération de titrisation peut faire intervenir plusieurs véhicules financiers *ad hoc*, l'un détenant les actifs titrisés et un autre émettant les titres adossés à ces actifs.

Volatilité (*Volatility*) : degré de fluctuation d'une variable donnée.

Volatilité implicite (*Implied volatility*) : volatilité attendue (c'est-à-dire l'écart type) des taux de variation du prix d'un actif, notamment d'une obligation ou d'une action. Elle peut être calculée à partir du prix d'un actif, de sa date d'échéance et du prix d'exercice de ses options, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options, tel que le modèle Black-Scholes.

Zone euro (*Euro area*) : zone constituée par les États membres de l'UE dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Directeur de la publication : Nathalie AUFAUVRE
Secrétaire général

Impression : STIPA, Montreuil (93)

Dépôt légal : Février 2014

