



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



BULLETIN MENSUEL NOVEMBRE 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 novembre 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	9
Encadré 1 Améliorations conjoncturelles sur le marché du travail des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro	10
Encadré 2 Comprendre la baisse récente des cours du pétrole	14
2 Évolutions monétaires et financières	20
Encadré 3 Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le troisième trimestre 2014	24
Encadré 4 Résultats de l'enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro : avril à septembre 2014	39
Encadré 5 Les comptes intégrés de la zone euro au deuxième trimestre 2014	43
3 Prix et coûts	50
Encadré 6 Résultats de l'enquête du quatrième trimestre 2014 auprès des prévisionnistes professionnels	55
Encadré 7 Révisions récentes apportées aux projections relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro	61
4 Production, demande et marché du travail	65
Encadré 8 L'incidence du Système européen des comptes 2010 sur les statistiques macroéconomiques de la zone euro	66
Encadré 9 Analyse approfondie de la reprise dans le secteur des services de la zone euro	73
ARTICLES	
La vulnérabilité financière des ménages de la zone euro – Éléments ressortant de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages	81
Les indicateurs d'alerte précoce des tensions budgétaires dans le cadre de la surveillance budgétaire européenne	93
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, et conformément à sa stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE (*forward guidance*), le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 6 novembre 2014, de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Dans le sillage des décisions prises le 2 octobre 2014, l'Eurosystème a commencé, le mois dernier, à procéder à des achats d'obligations sécurisées dans le cadre du nouveau programme. Prochainement, il commencera également à faire l'acquisition de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities – ABS*). Les programmes dureront au moins deux ans. Avec la série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées qui seront conduites jusqu'en juin 2016, ces achats d'actifs auront une incidence notable sur le bilan de l'Eurosystème, qui devrait retrouver les dimensions qu'il affichait début 2012.

Ces mesures amélioreront le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire, soutiendront les conditions de financement dans la zone euro, faciliteront l'offre de crédit à l'économie réelle et auront des retombées positives sur d'autres marchés. Elles contribueront ainsi à assouplir davantage l'orientation de la politique monétaire, à conforter la stratégie du Conseil des gouverneurs consistant à piloter les anticipations quant à l'orientation future des taux directeurs de la BCE et à renforcer le fait qu'il existe des différences significatives et croissantes entre les principales économies avancées en matière de cycle de politique monétaire.

Grâce aux mesures qui ont été mises en œuvre, la politique monétaire a réagi aux perspectives de faible inflation, à un essoufflement de l'élan de croissance et à l'atonie persistante de la dynamique de la monnaie et du crédit. L'orientation accommodante de la politique monétaire étiendra solidement l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long terme, à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %. À mesure qu'elles se transmettront à l'économie, les mesures de politique monétaire contribueront à ramener les taux d'inflation à des niveaux proches de l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Toutefois, dans une perspective à plus long terme, et en tenant compte de nouvelles informations et analyses, le Conseil des gouverneurs suivra de près et évaluera constamment le caractère approprié de l'orientation de sa politique monétaire. S'il devenait nécessaire d'accentuer la réponse aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation, le Conseil des gouverneurs affirme unanimement son engagement à recourir à des instruments non conventionnels supplémentaires dans le cadre de son mandat. Le Conseil des gouverneurs a chargé les services de la BCE et les comités compétents de l'Eurosystème de veiller à la préparation en temps voulu des nouvelles mesures qui pourraient, le cas échéant, devoir être mises en œuvre.

S'agissant de l'analyse économique, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,1 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre de cette année, ce qui constitue une révision à la hausse par rapport à la précédente estimation. Depuis les mois d'été, les données disponibles et les résultats d'enquêtes ont fait état dans l'ensemble d'un ralentissement de la dynamique de croissance dans la zone euro. Ces informations sont désormais intégrées dans les prévisions les plus récentes réalisées par les institutions publiques et privées, qui indiquent une révision à la baisse de la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection allant jusqu'en 2016, les perspectives d'une reprise économique modérée se maintenant. Ce scénario est globalement conforme à l'évaluation actuelle du Conseil des gouverneurs. D'une part, la demande intérieure devrait être soutenue par les mesures de politique monétaire, l'amélioration en cours des conditions de financement, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, ainsi que par la baisse des prix de l'énergie, celle-ci soutenant le revenu réel disponible. De plus, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial. D'autre part, la reprise pourrait continuer d'être freinée

par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé.

Les risques pesant sur les perspectives économiques de la zone euro continuent d'être orientés à la baisse. En particulier, l'affaiblissement de la dynamique de croissance de la zone euro, conjugué à l'intensification des risques géopolitiques, pourrait réduire la confiance et, notamment, freiner l'investissement privé. Par ailleurs, l'insuffisance des progrès en matière de réformes structurelles dans les pays de la zone euro constitue un risque à la baisse majeur pour les perspectives économiques.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,4 % en octobre 2014, après 0,3 % en septembre. Par rapport au mois précédent, cette évolution reflète essentiellement une contribution légèrement moins négative des prix de l'énergie et des hausses annuelles légèrement plus fortes des prix des produits alimentaires. La baisse des prix des produits industriels a été partiellement compensée par une accentuation de la hausse des prix des services. D'après les informations actuelles et les prix des contrats à terme pour l'énergie, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir autour des faibles niveaux actuels au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016. C'est également le scénario envisagé par les dernières prévisions, qui intègrent désormais la forte baisse récente des prix du pétrole.

Le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme. Dans ce contexte, il surveillera plus particulièrement les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des variations des taux de change et des prix de l'énergie, et la transmission des mesures de politique monétaire.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données relatives à septembre 2014 continuent d'indiquer une expansion sous-jacente atone de la monnaie au sens large (M3), dont le taux de croissance annuel a toutefois légèrement augmenté pour atteindre 2,5 % en septembre, contre 2,1 % en août. L'expansion annuelle de M3 continue d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 progressant à un rythme annuel de 6,2 % en septembre.

Le taux de variation annuel des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est demeuré négatif, à -1,8 % en septembre, après -2,0 % en août et -2,2 % en juillet. Au cours des derniers mois, les remboursements nets se sont ralentis en moyenne par rapport aux niveaux historiquement élevés enregistrés il y a un an. L'activité de prêt aux sociétés non financières continue de refléter le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit, des facteurs liés à l'offre de crédit ainsi que l'ajustement en cours des bilans dans les secteurs financier et non financier. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (corrigé des cessions de prêts et de la titrisation) s'est situé à 0,6 % en septembre (après 0,5 % en août). En phase avec une certaine stabilisation des flux de crédits, l'enquête d'octobre relative à la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fait état d'un net assouplissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages. Il convient toutefois de garder à l'esprit que le niveau des critères d'octroi est encore restrictif d'un point de vue historique. Après l'achèvement de l'évaluation complète par la BCE, un nouveau renforcement des bilans des banques devrait contribuer à réduire les contraintes pesant sur l'offre de crédit et à faciliter la progression du crédit.

Un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme les décisions récentes prises par le Conseil des gouverneurs d'accentuer l'orientation accommodante de la politique monétaire et de favoriser l'octroi de crédits à l'économie réelle.

La politique monétaire a pour objectif premier de maintenir la stabilité des prix à moyen terme et son orientation accommodante contribue à soutenir l'activité économique. Toutefois, afin de renforcer l'activité d'investissement, de stimuler la création d'emplois et d'accentuer la croissance de la productivité, d'autres pans de la politique économique doivent apporter une contribution décisive. En particulier, l'adoption par voie législative et la mise en œuvre des réformes des marchés des biens et du travail ainsi que les actions visant à améliorer l'environnement pour les entreprises doivent être intensifiées dans plusieurs pays. La mise en œuvre effective des réformes structurelles suscitera des anticipations de revenus plus élevés et incitera les entreprises à investir davantage aujourd'hui, permettant à la reprise économique de se manifester plus tôt. En ce qui concerne les politiques budgétaires, les pays encore en proie à des déséquilibres budgétaires ne doivent pas compromettre les progrès déjà réalisés et doivent agir conformément aux règles du Pacte de stabilité et de croissance. Lors des différentes phases de la procédure qui s'inscrivent dans le cadre convenu, le Pacte doit demeurer le point d'ancrage de la confiance dans des finances publiques viables. La flexibilité permise par les règles doit permettre aux autorités de faire face aux coûts budgétaires de réformes structurelles majeures, de soutenir la demande et de mettre en place des politiques budgétaires plus propices à la croissance. Une mise en œuvre intégrale et cohérente des cadres budgétaires et de surveillance macroéconomique existants au sein de la zone euro est essentielle pour faire baisser les ratios élevés de dette publique, pour renforcer le potentiel de croissance et pour accroître la résistance de l'économie de la zone aux chocs.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient deux articles. Le premier article présente trois exemples de nouvelles études comparatives entre pays sur la vulnérabilité financière des ménages de la zone euro. Le deuxième article passe en revue les progrès récemment accomplis en ce qui concerne l'intégration des indicateurs d'alerte précoce des tensions budgétaires au système européen de surveillance budgétaire, et propose de nouvelles améliorations de ces indicateurs.

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

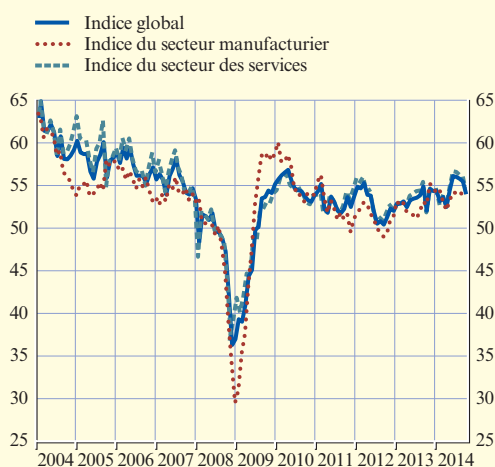
Bien que l'économie mondiale continue de montrer les signes d'une lente amélioration, la reprise demeure fragile et inégale dans un contexte d'accroissement des divergences conjoncturelles et structurelles entre les régions et les pays. Au second semestre 2014, l'activité mondiale s'est progressivement renforcée, soutenue par l'amélioration des fondamentaux et par la dynamique robuste observée dans certaines des principales économies avancées. Dans le même temps, la croissance des économies de marché émergentes est restée atone et incertaine en raison des tensions géopolitiques et des tensions sur les marchés financiers, ainsi que des obstacles structurels. L'inflation mondiale s'est légèrement ralentie en septembre, reflétant la baisse sensible des prix de l'énergie et l'ampleur des capacités de production inutilisées.

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

Les dernières enquêtes continuent d'indiquer un certain raffermissement de l'activité mondiale depuis le milieu de l'année. La dynamique de la croissance de l'économie mondiale trouve essentiellement son origine dans les économies avancées, qui bénéficient (de plus en plus) de la baisse du désendettement du secteur privé, de la diminution des restrictions budgétaires et des politiques monétaires accommodantes. En revanche, dans plusieurs économies de marché émergentes, les obstacles structurels, tels que les déficits d'infrastructure, les rigidités des marchés des produits et du travail et les déséquilibres internes et externes, ainsi que le resserrement des conditions financières restreignent le potentiel de croissance. Les risques géopolitiques, principalement associés au conflit entre l'Ukraine et la Russie et aux tensions dans certains des principaux pays producteurs de pétrole, demeurent présents mais leurs répercussions sur les prix du pétrole et sur l'activité mondiale ont été plutôt limitées jusqu'ici. Par ailleurs, après une période marquée par des écarts de risques restreints et une volatilité très faible des marchés financiers, un éventuel retournement du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial pourrait exercer des effets négatifs sur l'économie mondiale.

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

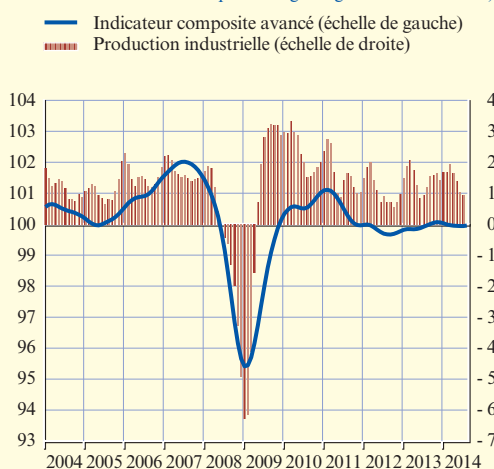
(cvs ; données mensuelles)



Source : Markit.

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.

Les indicateurs les plus récents relatifs au climat des affaires suggèrent une certaine modération de la dynamique de la croissance mondiale au début du quatrième trimestre, dans un contexte de divergences croissantes entre les pays. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale hors zone euro a fléchi pour s'établir à 54,0 en octobre, soit un niveau légèrement inférieur à sa moyenne de long terme, en raison du recul de la production dans le secteur des services, tandis que l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier mondial est resté inchangé (cf. graphique 1). S'agissant des pays, le fléchissement a concerné à la fois les économies avancées et les économies de marché émergentes, le Japon et le Brésil enregistrant un recul plus prononcé. Pour la suite, la composante relative aux nouvelles commandes de l'indice composite mondial des directeurs d'achat s'est inscrite en légère baisse, suggérant une reprise plus progressive de l'activité mondiale en octobre. Par ailleurs, les indicateurs composites avancés de l'OCDE, qui sont censés anticiper les points de retournement de l'activité économique par rapport à la tendance, ont fait état de perspectives contrastées entre les principales économies en août, caractérisées par le recul de la croissance au Japon, la stabilité aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Chine et l'amélioration de la dynamique en Inde (cf. graphique 2).

La croissance des échanges internationaux se redresse progressivement à partir des faibles niveaux observés précédemment. Selon le Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), les importations mondiales de biens en volume ont progressé de 0,5 % en août, en glissement sur trois mois, après une révision à 0,0 % en juillet, reflétant des améliorations significatives dans les économies de marché émergentes, notamment dans les pays émergents d'Asie et, dans une moindre mesure, en Amérique latine. Dans le même temps, la dynamique des échanges commerciaux s'est ralentie dans les économies avancées, traduisant pour l'essentiel le fléchissement de l'activité commerciale aux États-Unis et dans la zone euro. Par ailleurs, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a diminué en octobre, mais il est resté proche de sa moyenne de long terme, allant dans le sens d'un modeste rebond de la dynamique des échanges internationaux à court terme. Les évolutions du commerce mondial demeurent volatiles dans l'ensemble et sont entourées d'une forte incertitude, en partie en raison des tensions géopolitiques et de l'atonie de l'activité économique dans plusieurs régions du monde, laissant présager une reprise très progressive des échanges internationaux au cours des prochains mois.

La balance des risques pesant sur les perspectives mondiales reste orientée à la baisse. La montée des risques géopolitiques et les évolutions observées sur les marchés financiers internationaux et dans les économies de marché émergentes pourraient influencer négativement sur la situation économique.

L'encadré 1 examine les évolutions récentes des marchés du travail des pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

Encadré 1

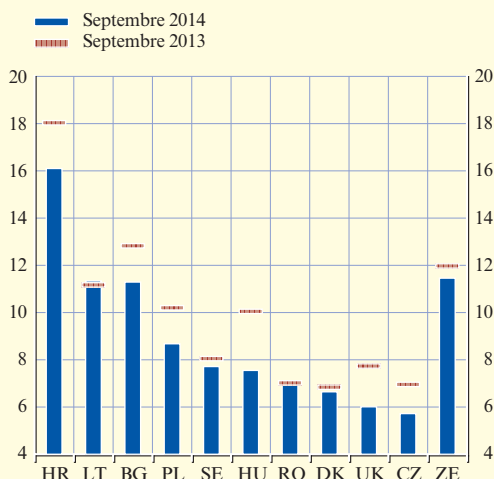
AMÉLIORATIONS CONJONCTURELLES SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL DES PAYS DE L'UE NE FAISANT PAS PARTIE DE LA ZONE EURO

Les évolutions récentes du marché du travail de la plupart des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ¹ ont été globalement favorables, comme en témoigne le recul de leurs taux de chômage constaté au cours de l'année passée. Par rapport à la zone euro, cette amélioration est tout à fait remarquable, dans la mesure où les taux de chômage de ces pays se situaient déjà à

¹ Le groupe de pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro est divisé en deux : (a) la Bulgarie (BG), la République tchèque (CZ), la Croatie (HR), la Lituanie (LT), la Hongrie (HU), la Pologne (PL) et la Roumanie (RO) ; et (b) le Danemark (DK), la Suède (SE) et le Royaume-Uni (UK), le premier groupe de pays étant appelé UE7 et le second, UE3.

Graphique A Taux de chômage standardisé

(en pourcentage de la population active)

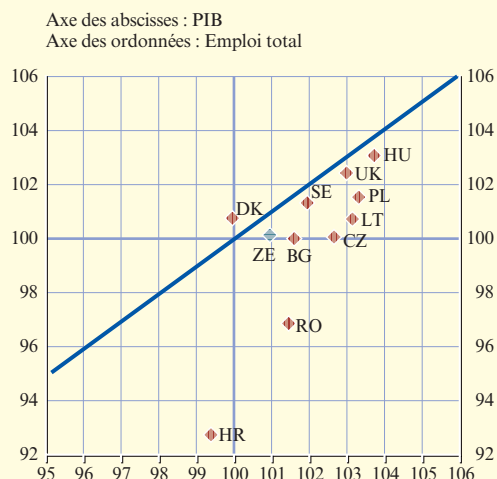


Source : Eurostat.

Notes : Sur la base de données désaisonnalisées. ZE signifie « zone euro ». La dernière observation se rapporte à septembre (août dans le cas de la Hongrie et juillet dans celui du Royaume-Uni) 2014.

Graphique B Activité économique et emploi total

(T2 2014 ; indice : T2 2013 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : ZE signifie « zone euro ». Les observations relatives à la Croatie et au Royaume-Uni se rapportent au premier trimestre 2014 (avec un indice de 100 au premier trimestre 2013).

des niveaux inférieurs il y a un an. En septembre 2014, le taux de chômage de la zone euro s'est stabilisé à 11,5 % alors que, en dehors de la zone, seules la Croatie et la Bulgarie affichaient un taux de chômage aussi (voire plus) élevé (cf. graphique A). Le taux de chômage de la Lituanie, qui sera le dix-neuvième État membre à rejoindre la zone euro le 1^{er} janvier 2015, est également globalement comparable à celui de la zone euro. Cela étant, comme dans le cas de la zone euro, on constate une très grande hétérogénéité parmi les pays de l'UE hors zone euro.

La baisse des taux de chômage évoquée précédemment indique principalement qu'un nombre croissant de chômeurs ont été à même de trouver un emploi rémunéré dans les pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro. Dans certains pays, les nouveaux arrivants sur le marché du travail ayant immédiatement obtenu un emploi (et figurant pour la première fois dans les statistiques relatives à la population active) ont également contribué à cette amélioration.

D'une manière générale, la reprise sur le marché du travail reflète le fait que, l'année dernière, l'activité économique a été plus soutenue, dans la plupart des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro que dans la zone euro². Dans plusieurs de ces pays, l'emploi a affiché un taux de croissance comparable à celui du PIB en volume (cf. graphique B). Dans le cas de la République tchèque et de la Pologne, cependant, l'amélioration de l'activité économique n'a pas autant favorisé la progression de l'emploi³. Par ailleurs, la création d'emplois relativement soutenue en Hongrie s'explique dans une large mesure par le développement très important d'un dispositif d'aide à l'emploi soutenu par l'État⁴.

S'agissant des évolutions structurelles récentes du marché du travail, l'augmentation des heures travaillées par personne occupée a été similaire dans les pays de l'UE hors zone euro et dans ceux

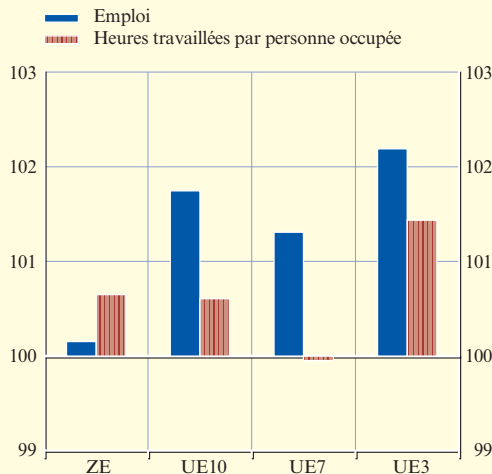
2 S'agissant de la zone euro, des rigidités structurelles empêchent dans certains cas l'ajustement sur le marché du travail. Cf. l'article intitulé *L'incidence de la crise économique sur les marchés du travail de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2014.

3 La Croatie est un cas particulier, dans la mesure où la contraction de l'emploi total a été disproportionnée par rapport au ralentissement de l'activité économique que le pays a connu l'année dernière. Cette évolution reflète probablement la restructuration récente des entreprises publiques.

4 Dans le cadre de ce dispositif, en moyenne, 180 000 personnes environ (soit plus de 4 % de l'emploi total) ont été maintenues dans leur emploi durant chaque mois concerné de l'année 2014.

Graphique C Emploi et heures travaillées

(T1 2014 ; indice : T1 2013 = 100)

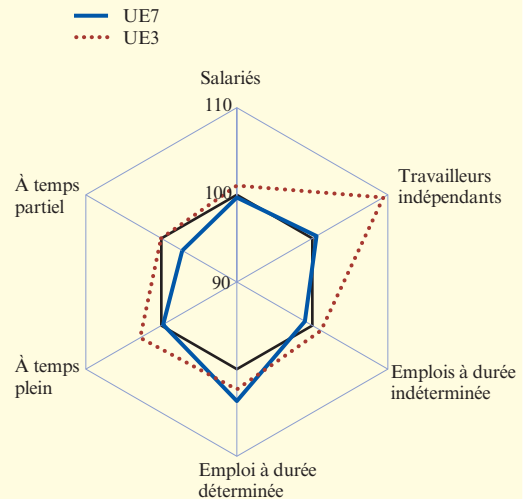


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : ZE signifie « zone euro » et UE10 se rapporte à l'ensemble des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone (cf. note de bas de page 1). En outre, la Croatie est exclue des données agrégées relatives à l'UE10 et à l'UE7 en raison de problèmes de disponibilité des données.

Graphique D Types de contrats sur le marché du travail

(variation entre le deuxième trimestre 2014 et le deuxième trimestre 2013 ; indice : variation zone euro = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

de la zone euro. Toutefois, la création d'emplois a été beaucoup plus prononcée dans les pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone, notamment au Royaume-Uni, au Danemark et en Suède (pays de l'UE3 ; cf. graphique C). On constate également une très grande hétérogénéité entre les différents pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro en ce qui concerne le nombre d'heures travaillées : celui-ci a fortement augmenté dans les pays de l'UE3, atteignant des niveaux très supérieurs à la moyenne de long terme, mais il est demeuré pratiquement inchangé dans les autres pays de l'UE hors zone euro (correspondant ici à l'UE7). S'agissant des différents types de contrats, ce sont les travailleurs indépendants des pays de l'UE3, et les salariés en contrat à durée déterminée des pays de l'UE7 qui ont enregistré la croissance la plus soutenue par rapport à la zone euro (cf. graphique D). La hausse relativement faible du nombre de salariés en contrat à durée indéterminée et de travailleurs à temps plein (qui dominent toujours de loin le marché du travail) indique probablement une prudence persistante dans les pratiques d'embauche.

Si toute nouvelle amélioration sur le marché du travail des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro dépendra de la vigueur de la reprise économique, les évolutions les plus récentes fournissent un aperçu des perspectives relatives à l'emploi. Au Royaume-Uni, au Danemark et en Suède, le niveau actuellement élevé du nombre d'heures travaillées par personne occupée signifie que la marge de manœuvre est limitée en matière d'allongement de la durée du travail. La reprise économique se traduira donc plus probablement par la création d'emplois et/ou une augmentation des salaires. En revanche, d'autres pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro disposent de toute évidence d'une marge de manœuvre plus élevée à cet égard. Dans ce cas, l'allongement de la durée moyenne du travail est susceptible, dans un premier temps, de diluer l'incidence de la reprise économique sur la création d'emplois. Enfin, tout comme dans la zone euro, de nouvelles améliorations sur le marché du travail dépendront également de la capacité des pays à remédier aux faiblesses structurelles qui leur sont propres, notamment l'inadéquation entre offre et demande de travail, le niveau relativement faible du taux d'activité ou le chômage élevé chez les jeunes.

I.2 ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

L'inflation mondiale s'est ralentie en septembre en raison de la baisse des prix du pétrole et de l'excédent des capacités de production. La hausse globale des prix à la consommation dans la zone OCDE a légèrement décéléré, ressortant à 1,7 % en rythme annuel en septembre contre 1,8 % en août, principalement en raison d'une moindre contribution de la composante énergie. Hors produits alimentaires et énergie, la hausse annuelle des prix à la consommation dans l'OCDE s'est également un peu atténuée, ressortant à 1,8 % en septembre (cf. tableau 1). La hausse des prix à la consommation s'est stabilisée aux États-Unis, mais s'est encore modérée au Royaume-Uni, au Japon et en Chine. Pour la suite, les tensions inflationnistes devraient demeurer contenues, dans un contexte de lente résorption des écarts de production et de baisse des prix des matières premières.

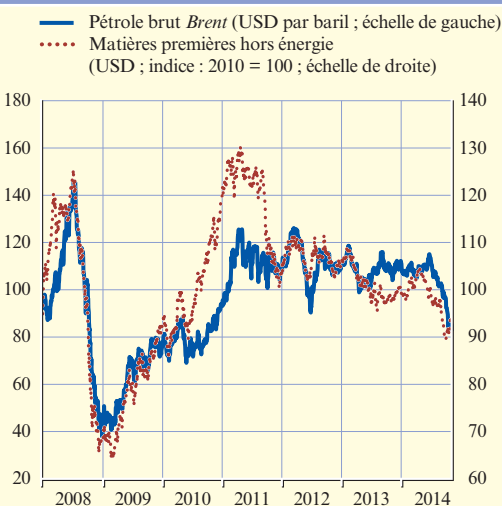
Tableau 1 Évolution des prix dans une sélection d'économies

(variations annuelles en pourcentage)								
	2012	2013	2014					
			Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.
OCDE	2,3	1,6	2,0	2,1	2,1	1,9	1,8	1,7
États-Unis	2,1	1,5	2,0	2,1	2,1	2,0	1,7	1,7
Japon	0,0	0,4	3,4	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2
Royaume-Uni	2,8	2,6	1,8	1,5	1,9	1,6	1,5	1,2
Chine	2,6	2,6	1,8	2,5	2,3	2,3	2,0	1,6
Pour mémoire :								
OCDE hors produits alimentaires et énergie	1,8	1,6	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8

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

Les prix des matières premières, notamment les cours du pétrole, jouent un rôle important dans l'explication des évolutions de l'inflation mondiale. Les prix du pétrole ont continué de s'inscrire en recul et ont atteint, début novembre, leur plus faible niveau depuis quatre ans (cf. graphique 3). Les cours du *Brent* se situaient à 83 dollars le baril le 5 novembre 2014, soit un niveau inférieur de 22 % environ à celui constaté un an auparavant. La faiblesse actuelle des cours du pétrole s'explique par la combinaison d'une offre abondante et d'une demande atone. L'offre mondiale de pétrole a continué de progresser en octobre en raison de la hausse de la production de l'OPEP, notamment en Libye et en Irak, et de la croissance soutenue de la production de pétrole de schiste en Amérique du Nord. Parallèlement, l'Agence internationale de l'énergie a de nouveau revu à la baisse ses prévisions relatives à la demande mondiale de pétrole pour 2014 et 2015, en raison de l'atonie de la croissance économique, notamment en Chine. En outre, la conjonction d'une offre abondante et d'une faible croissance de la demande a entraîné l'augmentation des stocks de pétrole. L'encadré 2 analyse plus en détail les principaux facteurs expliquant les évolutions récentes des cours du pétrole. Pour la suite, les intervenants de marché s'attendent à une légère hausse des cours du pétrole à moyen terme, les contrats à terme sur le *Brent* d'échéance décembre 2015 se négociant à 88 dollars le baril.

Graphique 3 Principales évolutions des prix des matières premières



Sources : Bloomberg et HWWI.

Les prix des matières premières hors énergie ont augmenté récemment et sont actuellement supérieurs de 5 % environ à leur niveau de début octobre. Cette hausse fait suite à une baisse observée sur cinq mois et imputable aux récoltes record attendues aux États-Unis, qui ont maintenu les prix des céréales à un faible niveau, et au ralentissement de la croissance de la production industrielle en Chine, considéré comme le principal facteur du recul des prix des métaux. L'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie (libellés en dollars) est actuellement inférieur de 4 % environ au niveau observé un an auparavant.

Encadré 2

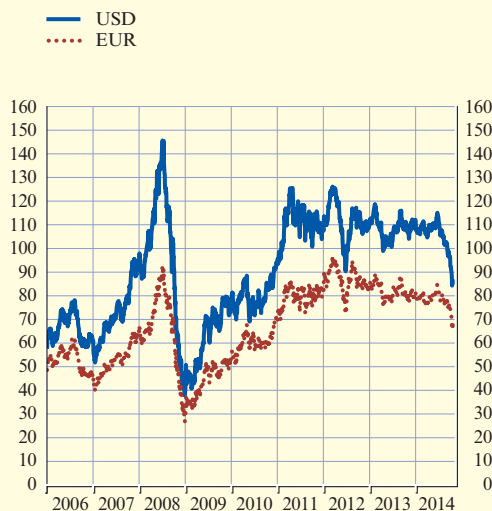
COMPRENDRE LA BAISSÉ RÉCENTE DES COURS DU PÉTROLE

En dépit de l'aggravation des tensions géopolitiques dans les principaux pays producteurs, les cours du pétrole ont fortement baissé ces derniers mois. Après s'être situés au-dessus de 100 dollars le baril durant deux ans environ, les cours du *Brent* ont baissé de près de 25 % depuis début juillet pour s'établir à 86 dollars le baril environ fin octobre, soit leur plus bas niveau depuis quatre ans (cf. graphique A). Exprimé en euros et non en dollars, ce recul récent est moins prononcé (18 % environ). Le présent encadré décrit les principaux facteurs à l'origine de cette baisse des cours du pétrole.

En général, les cours du pétrole sont déterminés par les interactions entre les évolutions de l'offre et celles de la demande. Par exemple, avec l'éclatement de la crise financière en 2008, la forte diminution de la demande de pétrole, conjuguée à une augmentation de l'offre, a entraîné une baisse sensible des cours (cf. graphique B), tandis que la reprise soutenue de la demande mondiale

Graphique A Cours du Brent

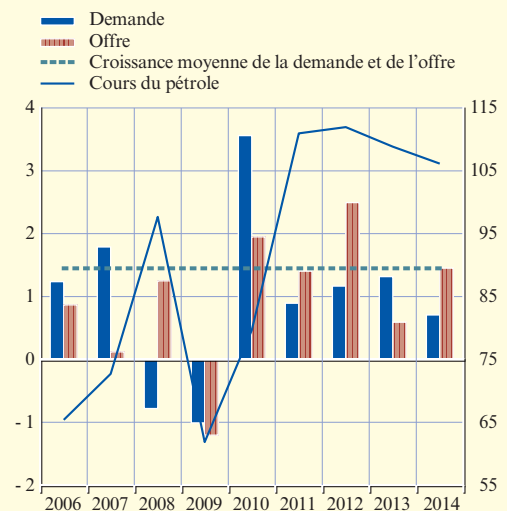
(en dollars et en euros par baril)



Source : Bloomberg.
Notes : Données quotidiennes ; la dernière observation se rapporte au 29 octobre 2014.

Graphique B Cours du pétrole et croissance de la demande et de l'offre de pétrole

(en pourcentages (échelle de gauche) ; en dollars par baril (échelle de droite))



Source : Agence internationale de l'énergie.
Notes : Données annuelles. Pour 2014, les données relatives à l'offre sont calculées comme une moyenne des trois premiers trimestres et celles relatives à la demande sont fondées sur les estimations de l'AIE. La croissance moyenne de la demande et de l'offre est calculée sur la période 1986-2013.

de pétrole, couplée à une croissance plus modérée de l'offre a fait remonter les cours au-dessus de 100 dollars le baril en 2010. Entre 2011 et mi-2014, les prix du pétrole ont été globalement stables, reflétant un marché pétrolier bien équilibré. La demande s'est progressivement redressée après la crise et l'offre a augmenté en liaison avec les fortes hausses de la production de pétrole de schiste en Amérique du Nord. Dans le même temps, les cours du pétrole ont été soutenus par les interruptions de la production dans les pays de l'OPEP en raison des tensions géopolitiques. Plus précisément, l'instabilité politique en Libye a entraîné une chute de la production domestique de pétrole à des niveaux proches de zéro en 2011, puis de nouveau en 2013, et l'embargo occidental imposé sur les exportations de pétrole iranien à partir de 2012 a abouti à une réduction de près d'un tiers de la production de pétrole du pays. Plus récemment, l'invasion du nord de l'Irak par le groupe État islamique en Irak et en Syrie (EIIS) et les incertitudes géopolitiques liées au conflit entre l'Ukraine et la Russie ont maintenu les cours du pétrole nettement au-dessus de 100 dollars le baril en raison de la crainte d'éventuels effets d'offre négatifs.

La baisse des cours du pétrole observée depuis début juillet a également résulté de la conjonction de facteurs d'offre et de demande. L'abondance de l'offre de pétrole dans un contexte de faiblesse persistante de la demande est principalement à l'origine de la baisse observée des cours (cf. graphique B), évolution renforcée par l'atténuation des inquiétudes relatives à de possibles perturbations de l'offre liées aux tensions géopolitiques.

Du côté de l'offre, la croissance de la production mondiale de pétrole est demeurée soutenue pour deux raisons. Premièrement, la croissance de la production nord-américaine de pétrole de schiste a continué de s'accélérer à un rythme régulier, ce qui a entraîné une diminution des importations de pétrole des États-Unis et a permis de dégager de la production de pétrole ailleurs dans le monde, créant ainsi un excédent au niveau de l'offre de pétrole sur le marché européen du *Brent*. Deuxièmement, contrairement aux anticipations du marché, la production mondiale de pétrole est demeurée soutenue jusqu'à présent en dépit d'un renforcement de l'incertitude géopolitique en Russie, en Irak et en Libye. Par conséquent, les inquiétudes relatives à d'éventuelles perturbations de l'offre à court terme en raison de l'instabilité géopolitique se sont globalement atténuées. Plus précisément, les augmentations des capacités de production dans le sud de l'Irak ont compensé les pertes de sources d'approvisionnement dans la partie occupée au nord du pays et les exportations de pétrole russe se sont poursuivies. En Libye, en dépit de l'aggravation des troubles intérieurs, la production de pétrole a fortement augmenté après la levée du blocage des terminaux d'exportation qui durait depuis un an.

Du côté de la demande, la croissance de la demande mondiale de pétrole montre des signes d'essoufflement, sous l'effet notamment de projections plus faibles concernant la demande chinoise et européenne. Cela a conduit l'Agence internationale de l'énergie à revoir à la baisse, au cours des derniers mois, ses prévisions relatives à la demande mondiale de pétrole pour 2014 et 2015. L'abondance de l'offre, conjuguée à la faible croissance de la demande, entraîne une augmentation des stocks de pétrole, créant ainsi un volant de sécurité pour absorber les chocs de courte durée qui pourraient se produire à l'avenir.

Le recul des cours du pétrole entraînera une baisse des prix de l'énergie dans la zone euro, exerçant ainsi une incidence positive sur le revenu disponible réel des ménages et réduisant les coûts des consommations intermédiaires pour les entreprises. Ces évolutions peuvent freiner l'inflation à court terme, tout en soutenant la croissance dans la zone euro.

I.3 ÉVOLUTIONS DANS UNE SÉLECTION D'ÉCONOMIES

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, la reprise de l'activité économique s'est intensifiée au cours des six derniers mois. Selon la première estimation du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), après une augmentation du PIB de 4,6 % en rythme annualisé au deuxième trimestre (1,1 % en glissement trimestriel), le PIB en volume a progressé de 3,5 % en rythme annualisé (0,9 % en glissement trimestriel) au troisième trimestre (cf. tableau 2). L'expansion observée au troisième trimestre a été soutenue par un retournement de la contribution des exportations nettes, les exportations s'étant inscrites en forte hausse et les importations ayant diminué, ainsi que par la vigueur persistante de la demande intérieure. Toutefois, le marché de l'immobilier résidentiel est resté dans une certaine mesure un point faible, comme l'indique la croissance plutôt atone de l'investissement résidentiel.

Les indicateurs à haute fréquence vont dans le sens d'une dynamique de croissance soutenue au quatrième trimestre 2014. Le climat des affaires est demeuré robuste et, par conséquent, les perspectives à court terme sont restées favorables. Dans le même temps, les perspectives d'évolution des dépenses de consommation ont continué de s'améliorer, se traduisant par une nouvelle hausse de la confiance des consommateurs en octobre, qui a atteint son plus haut niveau depuis le début de la dernière récession. Cette récente progression de la confiance est intervenue dans un contexte de faiblesse du coût de l'emprunt, de perspectives favorables sur le marché du travail et de fortes baisses des prix de l'essence observées récemment, qui devraient notamment bénéficier aux ménages à bas revenus, qui ont une propension à consommer élevée. À plus long terme, l'économie américaine devrait continuer d'afficher des taux de croissance supérieurs à la tendance, à la faveur de la poursuite des améliorations sur les marchés du travail et du logement, de conditions financières accommodantes et de la dissipation des effets défavorables de l'assainissement des bilans des ménages et de la politique budgétaire.

L'inflation annuelle mesurée par l'IPC est demeurée stable en septembre, le taux de variation de l'IPC global s'établissant à 1,7 %, soit un taux identique à celui de l'inflation hors produits alimentaires et énergie. Si, sur une base mensuelle, l'inflation a essentiellement été soutenue par une progression des indices relatifs aux produits alimentaires et au logement, les prix de l'énergie se sont en revanche inscrits en baisse pour le troisième mois de suite, en ligne avec les évolutions récentes des cours du pétrole. Pour la suite, l'inflation ne devrait s'accroître que lentement, sous l'effet d'une baisse progressive du niveau des ressources inutilisées sur le marché du travail, tandis que le récent fléchissement des cours du pétrole et l'appréciation du dollar exerceront des pressions à la baisse.

Dans un contexte d'amélioration générale des perspectives économiques, le Comité fédéral de l'*open market* a annoncé, lors de sa réunion du 29 octobre 2014, qu'il mettait fin à son programme d'achat d'actifs, tout en réaffirmant « qu'il serait probablement approprié de maintenir la fourchette objectif des fonds fédéraux à son niveau actuel pendant un laps de temps considérable après la fin du programme d'achat d'actifs ».

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	2014 T1	2014 T2	2014 T3	2014 T1	2014 T2	2014 T3
États-Unis	2,3	2,2	1,9	2,6	2,3	-0,5	1,1	0,9
Japon	1,5	1,5	2,7	0,0	-	1,5	-1,8	-
Royaume-Uni	0,7	1,7	2,9	3,2	3,0	0,7	0,9	0,7
Chine	7,7	7,7	7,4	7,5	7,3	1,5	2,0	1,9

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

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

JAPON

Au Japon, la reprise de l'activité économique observée après la contraction brutale de la production enregistrée au deuxième trimestre 2014 a été jusqu'à présent modérée. Les indicateurs mensuels disponibles jusqu'en septembre ont été positifs dans l'ensemble, signe que la croissance du PIB en volume est probablement revenue en territoire positif au troisième trimestre, à un rythme toutefois plus lent qu'initialement prévu. Malgré une reprise en septembre, la production industrielle a diminué au troisième trimestre, sur fond de demande atone. Dans le même temps, le rebond de la consommation privée a été en partie limité par une baisse des revenus réels et une détérioration de la confiance des consommateurs. Par ailleurs, les exportations nettes de biens ainsi que l'investissement public et privé (non résidentiel) ont probablement soutenu la croissance au troisième trimestre.

En termes d'évolution des prix, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC a continué de ralentir en septembre, ressortant à 3,2 %, contre 3,3 % le mois précédent, sous l'effet, dans une large mesure, d'une moindre contribution positive des prix de l'énergie. Si l'on exclut l'incidence directe exercée par les hausses de la TVA observées en avril, les taux d'inflation annuels mesurés par l'IPC ressortent actuellement à des niveaux proches de 1 %, tandis que la hausse annuelle de l'IPC hors produits alimentaires et énergie est demeurée comprise entre 0,5 % et 0,8 % depuis fin 2013.

Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, le 31 octobre 2014, la Banque du Japon a annoncé l'élargissement de son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif de la politique monétaire, par le biais d'une accélération du rythme de croissance de la base monétaire, porté à 80 000 milliards de yens environ par an (contre 60 000 à 70 000 milliards de yens auparavant). De façon concomitante, la Banque du Japon procédera à l'achat d'obligations d'État japonaises, augmentant leurs encours à un rythme annuel de 80 000 milliards de yens environ (ce qui représente une hausse de quelque 30 000 milliards de yens) tout en allongeant la durée résiduelle pour la porter de sept à dix ans environ (soit une extension de trois ans au maximum). Elle a également décidé de multiplier par trois le rythme annuel d'achats de fonds négociables en bourse et de fonds de placement immobilier japonais, les portant à 3 000 milliards de yens et 90 milliards de yens, respectivement.

ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, selon les premières estimations, la croissance du PIB en volume s'est ralentie, pour s'inscrire à 0,7 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014, contre 0,9 % au deuxième trimestre. La croissance a été particulièrement solide dans les secteurs des transports et de la communication et pour les services aux entreprises. Au premier semestre, la croissance est attribuable à la consommation privée et à l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Le marché du travail a continué de s'améliorer et le taux de chômage a diminué, pour s'établir à 6,0 % sur la période de trois mois s'achevant en août, soit son plus bas niveau depuis cinq ans. Les données et les enquêtes les plus récentes indiquent que cet essoufflement de la croissance se poursuivra au dernier trimestre de l'année. La nécessité de redresser les bilans des secteurs privé et public et la faiblesse de la demande extérieure représentent les principaux risques à la baisse pesant sur l'activité économique.

La croissance annuelle de l'IPC a continué de se ralentir en septembre, fléchissant de 0,3 point par rapport au mois précédent, pour ressortir à 1,2 %. La hausse des prix à la consommation hors alimentation et énergie est ressortie à 1,5 % en septembre, après 1,9 % en août. Dans l'ensemble, les tensions inflationnistes devraient demeurer contenues, en raison de la progression modérée des salaires et des effets de l'appréciation de la livre sterling.

Lors de sa réunion des 7 et 8 octobre 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 de rachats d'actifs à 375 milliards de livres.

CHINE

La croissance du PIB de la Chine s'est légèrement ralentie pour s'établir à 7,3 % en rythme annuel au troisième trimestre, contre 7,5 % au trimestre précédent, l'effet des modestes mesures de relance monétaires et budgétaires commençant à s'atténuer. En rythme trimestriel, la croissance s'est ralentie, revenant de 2,0 % à 1,9 %. La consommation et le commerce ont apporté la principale contribution à la croissance, tandis que la contribution de l'investissement s'est affaiblie, reflétant un ralentissement de l'investissement résidentiel et une croissance plus modérée du crédit.

Le marché de l'immobilier résidentiel a continué de se dégrader, la croissance des prix et des volumes de ventes ne cessant de chuter pour s'établir actuellement à des niveaux proches des creux observés durant les précédents retournements du marché en 2008 et en 2012. Dans le même temps, le stock de logements vacants exprimé en mois de vente a plus que doublé depuis début 2010, suggérant que ce ralentissement est peut-être plus sévère et plus durable que les précédentes phases de correction. Afin de soutenir le marché de l'immobilier résidentiel, fin septembre, les autorités ont abaissé les taux d'intérêt minimum et les dépôts exigés pour les nouveaux prêts hypothécaires accordés aux clients n'ayant pas contracté d'autres prêts de cette nature, même dans le cas où ils possèdent déjà un bien immobilier. Certaines administrations locales ont également réduit les restrictions à l'achat depuis que le marché de l'immobilier résidentiel a commencé à ralentir début 2014.

Les flux de crédit se sont modérés sous l'effet des mesures prises par les autorités afin de limiter l'activité bancaire parallèle. Cette situation se traduit par une hausse de la part des prêts bancaires dans le total des crédits, celle des prêts à moyen et à long terme s'inscrivant également en hausse, ce qui dénote une plus grande stabilité des flux de financement. Toutefois, compte tenu du ralentissement de la croissance du PIB nominal, revenu de 18 % en 2011 à moins de 10 % actuellement, le ratio d'endettement financier continue d'augmenter. Les tensions inflationnistes se sont également atténuées, l'IPC revenant à 1,6 % en septembre, tandis que la variation de l'indice des prix à la production est demeurée négative.

1.4 TAUX DE CHANGE

Au cours du mois écoulé, le taux de change de l'euro s'est apprécié vis-à-vis des devises de la plupart des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Le 5 novembre 2014, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone, se situait 0,2 % au-dessus de son niveau de début octobre, mais 2,7 % au-dessous du niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 4 et tableau 3). Les fluctuations des taux de change ont été largement liées aux évolutions des anticipations relatives à la politique monétaire future, ainsi qu'aux ajustements des anticipations des marchés relatives aux perspectives économiques pour la zone euro par rapport à celles d'autres grandes économies.

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 novembre 2014 par rapport au	
		1 ^{er} octobre 2014	5 novembre 2013
TCE-20		0,2	- 2,7
Yuan renminbi chinois	18,7	- 1,4	- 7,3
Dollar des États-Unis	16,8	- 1,0	- 7,5
Livre sterling	14,8	0,8	- 6,7
Yen japonais	7,2	3,4	8,0
Franc suisse	6,4	- 0,2	- 2,1
Zloty polonais	6,2	1,2	1,3
Couronne tchèque	5,0	1,2	7,7
Couronne suédoise	4,7	1,4	4,8
Won sud-coréen	3,9	1,4	- 5,0
Forint hongrois	3,2	- 0,4	4,1
Couronne danoise	2,6	0,0	- 0,2
Leu roumain	2,0	0,2	- 0,5
Kuna croate	0,6	0,3	0,5

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.

En termes bilatéraux, depuis début octobre, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 1,0 %), mais il s'est apprécié par rapport à la livre sterling (de 0,8 %) et, de façon notable, vis-à-vis du yen (de 3,4 %), suite à l'annonce par la Banque du Japon de l'élargissement de son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif de la politique monétaire. Au cours de la période sous revue, globalement, l'euro s'est également renforcé par rapport aux devises des pays exportateurs de matières premières. S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, le taux de change de l'euro s'est généralement renforcé, en particulier face à la couronne suédoise (de 1,4 %). Le litas lituanien et la couronne danoise, qui participent au MCE II, sont restés globalement stables contre l'euro, s'échangeant à leur cours pivot ou à des niveaux proches.

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

En septembre 2014, la croissance annuelle de M3 a encore progressé sur la voie du redressement après les faibles niveaux observés depuis le début de l'année. La préférence des détenteurs de monnaie pour les actifs liquides, notamment les dépôts à vue, est restée le principal facteur à l'origine de la progression annuelle de la monnaie au sens large. Du côté des contreparties, bien que l'augmentation de la position extérieure nette des IFM ait continué d'apporter une contribution positive jusqu'à une période récente, cette contribution a diminué pour le deuxième mois de suite en septembre. Les arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme ont également contribué à la croissance de M3, tandis que le frein exercé par la contraction du crédit a continué de s'atténuer. Le nouveau ralentissement du rythme de contraction des prêts des IFM au secteur privé observé en septembre confirme les précédents signes d'un retournement de la dynamique des prêts vers le deuxième trimestre 2014.

AGRÉGAT LARGE M3

En septembre, le taux de croissance annuel de M3 a progressé pour le cinquième mois consécutif, ressortant à 2,5 %, après 2,1 % en août et 1,8 % en juillet (cf. graphique 5). En dépit de ces accélérations, le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie au sens large est demeuré faible. La préférence des détenteurs de monnaie pour les actifs liquides, notamment les dépôts à vue, est restée le principal facteur à l'origine de l'expansion annuelle de la monnaie au sens large.

Du côté des composantes, les principales composantes de M3 ont toutes, à l'exception des instruments négociables, enregistré des entrées mensuelles, M1 ayant enregistré la part la plus importante. La préférence pour les actifs liquides (affichée principalement par les ménages) dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt semble être le principal facteur à l'origine de ces entrées.

S'agissant des contreparties, l'augmentation de la position extérieure nette des IFM a continué d'apporter une contribution positive sur douze mois, mais des sorties nettes ont été enregistrées en août et septembre. Le frein sur la création monétaire exercé par la contraction du crédit a continué de s'atténuer, confirmant les précédentes indications d'un retournement de la dynamique des prêts vers le deuxième trimestre 2014.

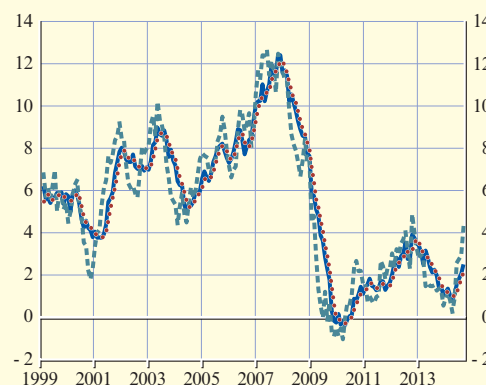
Les arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme ont également continué de soutenir la croissance de M3. La contraction persistante des engagements financiers à long terme traduit les moindres besoins de financement des IFM et le passage à une stratégie de financement par les dépôts, favorisée par la réglementation actuelle.

Depuis le début de la crise financière, les principaux actifs des IFM se sont réduits de 8,1 %. Cette contraction, qui s'était ralentie depuis début 2014, a repris de la vigueur au cours des derniers mois. Sur la période de trois mois s'achevant en septembre, les principaux actifs des IFM se sont réduits de 43 milliards d'euros (après une diminution de 3 milliards au cours du trimestre s'achevant en août). Si une croissance modérée des bilans a été enregistrée une fois

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.

encore pour les IFM des pays à l'abri des difficultés, une contraction toujours plus importante a été observée dans les pays en proie à des tensions.

PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

Le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit en hausse à 6,2 % en septembre, après 5,9 % en août (cf. tableau 4). Les dépôts à vue et les billets et pièces en circulation ont enregistré des entrées, dont les dépôts à vue ont représenté la part la plus importante. D'autres actifs non risqués offrant également une moindre rémunération, le coût d'opportunité de la détention des dépôts à vue est très faible. Par conséquent, la progression annuelle soutenue de M1 confirme la persistance d'une nette préférence du secteur détenteur de monnaie pour la liquidité dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt (cf. section 2.5).

Dans ce contexte, la variation annuelle enregistrée par les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) est restée faible : en septembre, elle a continué de s'inscrire en hausse à -1,5 %, après -1,7 % en août. Cette évolution résulte d'un léger redressement du rythme annuel de variation des dépôts à court terme (c'est-à-dire d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans), qui s'est établi à -3,7 % en septembre après -4,2 % en août, tandis que le taux de croissance annuel des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) est demeuré inchangé en septembre à 0,3 %. Compte tenu du niveau globalement très bas des taux d'intérêt et de l'amélioration de la situation de financement des banques, ces types de dépôts peuvent être moins attrayants car ils n'offrent pas une rémunération suffisante pour compenser leur plus faible degré de liquidité par rapport aux dépôts à vue.

Même s'il est demeuré nettement négatif, le taux de variation annuel des instruments négociables (M3 - M2) s'est de nouveau redressé en septembre, ressortant à -4,1 %, après -6,5 % en août. L'amélioration enregistrée en septembre reflète une faible sortie, concentrée sur les pensions. Le taux de variation annuel des titres de fonds d'investissement monétaires et le taux de croissance annuel des pensions se sont nettement améliorés par rapport au mois précédent. Le taux de variation annuel des titres de créance à court terme émis par les IFM a continué de se contracter, mais à un rythme légèrement plus lent que précédemment. Compte tenu de la rémunération très faible des instruments du marché monétaire, les fonds d'investissement monétaires ont beaucoup de difficultés

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 T4	2014 T1	2014 T2	2014 T3	2014 Août	2014 Sept.
M1	56,3	6,4	6,0	5,2	5,8	5,9	6,2
Billets et pièces en circulation	9,4	4,1	6,0	5,6	5,7	5,8	6,0
Dépôts à vue	46,9	6,9	6,0	5,2	5,8	5,9	6,3
M2 - M1 (= autres dépôts à court terme)	37,6	-1,2	-2,4	-2,1	-1,7	-1,7	-1,5
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	16,5	-6,3	-6,8	-5,4	-4,2	-4,2	-3,7
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	21,2	3,3	1,4	0,7	0,3	0,3	0,3
M2	94,0	3,1	2,4	2,1	2,6	2,7	3,0
M3 - M2 (= instruments négociables)	6,0	-17,1	-13,1	-12,5	-6,6	-6,5	-4,1
M3	100,0	1,5	1,2	1,1	2,0	2,1	2,5
Créances sur les résidents de la zone euro		-1,2	-1,9	-2,2	-1,9	-1,8	-1,5
Créances sur les administrations publiques		0,1	-0,2	-1,3	-1,5	-1,2	-0,4
Prêts aux administrations publiques		-6,7	-4,0	-2,6	-1,0	-0,7	-0,7
Créances sur le secteur privé		-1,6	-2,3	-2,5	-2,0	-1,9	-1,8
Prêts au secteur privé		-2,2	-2,3	-1,9	-1,5	-1,5	-1,2
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾		-1,8	-2,0	-1,5	-0,9	-0,9	-0,6
Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)		-3,6	-3,4	-3,4	-3,5	-3,3	-3,7

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.

à offrir une rémunération intéressante, notamment par rapport aux dépôts à vue. La persistance de la contraction affichée par les titres de créance à court terme, notamment ceux proposés à la clientèle de détail, reflète le passage à un financement par les dépôts, favorisé par la réglementation actuelle.

Le taux de croissance annuel des dépôts de M3 (qui recouvrent les pensions et représentent la principale composante de M3 pour laquelle une ventilation sectorielle est rapidement disponible) s'est accentué en septembre, passant à 2,8 %, après 2,4 % en août. Cette augmentation résulte à la fois des dépôts des ménages et de ceux détenus par les sociétés non financières, reflétant leur préférence pour la liquidité décrite plus haut, dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt. Le rythme annuel de croissance des dépôts détenus par les ménages s'est inscrit en hausse à 2,2 % en septembre, après 2,0 % en août. Le taux de croissance annuel des dépôts des sociétés non financières, qui était resté soutenu depuis début 2013, a légèrement diminué pour s'établir à 5,8 % en septembre, après 6,0 % le mois précédent. Au-delà de la nécessité pour les entreprises d'améliorer leur situation de liquidité dans un contexte d'accès difficile aux prêts bancaires, la croissance soutenue des dépôts des sociétés non financières reflète aussi sans doute la capacité des entreprises de la zone euro à générer des sources internes de financement. En outre, le taux de croissance annuel des dépôts détenus par les autres intermédiaires financiers (AIF) s'est encore redressé, pour ressortir à 0,1 % en septembre. À titre de comparaison, le rythme annuel de progression des dépôts des sociétés d'assurance et des fonds de pension est revenu de 5,9 % en août à 2,1 % en septembre, traduisant des sorties importantes.

PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

Le taux de variation annuel des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a continué de se redresser, s'inscrivant à -1,5 % en septembre, après -1,8 % en août (cf. tableau 4). Cette évolution reflète une hausse du taux de variation annuel des créances sur les administrations publiques (-0,4 %, après -1,2 % le mois précédent) et une contraction légèrement plus lente des concours au secteur privé (-1,8 %, après -1,9 % en août).

La hausse du taux de variation annuel des créances sur les administrations publiques observée en septembre traduit essentiellement les achats nets mensuels de titres d'emprunts publics, comprenant des obligations d'État de la zone et hors zone euro, par les IFM de la zone. La variation annuelle des titres de créance émis par les administrations publiques et détenus par les IFM s'est inscrite en hausse à -0,3 % en septembre, après -1,4 % en août.

Le taux de variation annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a encore progressé, s'établissant à -0,6 % en septembre, après -0,9 % en août (cf. tableau 5), soit la sixième hausse mensuelle consécutive. Le flux mensuel de septembre 2014 a été positif, reflétant principalement des flux nets de prêts aux ménages et aux intermédiaires financiers non monétaires (y compris les sociétés d'assurance et les fonds de pension), tandis que l'on a observé des remboursements nets des prêts aux sociétés non financières.

Le rythme de variation annuel des prêts consentis aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions et de la titrisation) a encore augmenté, s'établissant à -1,8 % en septembre, après -2,0 % en août, et -3,2 %, son point bas, en février. Le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a légèrement augmenté, ressortant à 0,6 % en septembre.

S'agissant des prêts consentis aux sociétés non financières, les données les plus récentes confirment les signes antérieurs d'un retournement de la dynamique de ces prêts vers le deuxième trimestre 2014. Ce retournement serait cohérent avec le décalage (avance/retard) précédemment observé entre les prêts des IFM à ce secteur et le cycle d'activité. Le diagnostic d'un retournement généralisé de la dynamique

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 T4	2014 T1	2014 T2	2014 T3	2014 Août	2014 Sept.
Sociétés non financières	41,0	-3,6	-3,0	-2,7	-2,2	-2,2	-2,0
<i>Corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾</i>	–	-2,9	-3,0	-2,7	-2,1	-2,0	-1,8
≤ à 1 an	24,7	-4,1	-4,8	-4,6	-2,2	-2,2	-1,3
> à 1 an et ≤ à 5 ans	16,9	-5,3	-5,3	-4,0	-3,5	-3,5	-3,3
> à 5 ans	58,4	-2,9	-1,5	-1,5	-1,8	-1,7	-1,9
Ménages ³⁾	49,7	0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5
<i>Corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾</i>	–	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Crédits à la consommation ⁴⁾	10,9	-3,0	-2,7	-2,0	-1,4	-1,5	-1,0
Prêts au logement ⁴⁾	74,0	0,9	0,6	0,2	-0,1	0,0	-0,1
Autres prêts	15,1	-1,5	-1,7	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7
Sociétés d'assurance et fonds de pension	1,0	10,9	9,5	5,0	4,7	0,2	8,7
Autres intermédiaires financiers non monétaires	8,2	-9,1	-11,3	-7,5	-4,4	-4,0	-2,7

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 au total 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.

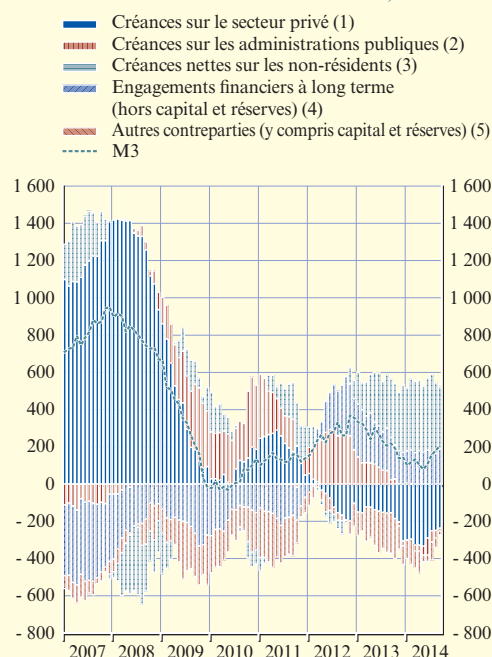
4) Les définitions des crédits à la consommation et des prêts au logement ne sont pas entièrement homogènes dans l'ensemble de la zone euro.

des prêts est encore conforté par les résultats de l'enquête d'octobre 2014 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, qui font état d'un léger assouplissement net des critères d'octroi des prêts aux sociétés non financières et d'une demande nette de prêts positive (cf. encadré 3). L'encadré 4 présente les résultats de la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (enquête SAFE) et confirme l'amélioration de leur situation financière par rapport à la précédente enquête. En outre, une analyse plus large de l'épargne, de l'investissement et du financement, ventilés par secteurs institutionnels, est présentée dans l'encadré 5.

Le taux de variation annuel des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) est ressorti en baisse à -3,7 % en septembre, après -3,3 % en août, en liaison avec une sortie mensuelle de 27 milliards d'euros. Les émissions nettes de titres de créance à long terme par les IFM ont à nouveau diminué en septembre (14 milliards d'euros). L'amélioration des conditions de marché pour l'émission de titres de créance par les IFM est illustrée par le nouveau resserrement des écarts entre les rendements des obligations bancaires non sécurisées et les taux de *swaps* ainsi que par les réponses à la question

Graphique 6 Contreparties de M3

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



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.

relative à l'accès des banques au financement de l'enquête d'octobre 2014 sur la distribution du crédit bancaire. Globalement, ces évolutions reflètent probablement à la fois la réduction en cours de l'effet de levier dans les bilans observée dans les pays en difficulté et les perspectives de financement à long terme auprès de la banque centrale *via* les opérations de refinancement à plus long terme ciblées annoncées en juin 2014 et lancées en septembre 2014.

En septembre, la position extérieure nette des IFM de la zone euro a diminué de 17 milliards d'euros, soit la deuxième baisse mensuelle consécutive, après avoir augmenté de février 2013 à juillet 2014. Cette évolution reflète la moindre préférence des investisseurs pour l'acquisition de titres de la zone euro. Toutefois, sur douze mois, la position extérieure nette du secteur des IFM de la zone euro a augmenté de 334 milliards d'euros en septembre, reflétant les excédents du compte de transactions courantes et l'intérêt généralement prononcé des investisseurs internationaux pour les titres de la zone euro (cf. graphique 6). Depuis environ deux ans, la position extérieure nette des IFM s'inscrit en hausse sur douze mois, ce qui constitue le principal facteur soutenant la croissance annuelle de M3 depuis novembre 2012.

Globalement, la croissance annuelle de M3 a continué de progresser sur la voie du redressement par rapport aux faibles niveaux observés depuis le début de l'année. La croissance de l'agrégat monétaire large a notamment bénéficié d'un ralentissement de la contraction du crédit et des arbitrages effectués au détriment des engagements financiers à long terme, tandis que la contribution de la position extérieure nette s'est encore modérée. Dans le même temps, la faiblesse de la dynamique de M3 continue de refléter la quête de rendement que poursuit le secteur détenteur de monnaie dans un contexte de faible rémunération des actifs monétaires et de retour de la confiance.

Encadré 3

RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE DANS LA ZONE EURO POUR LE TROISIÈME TRIMESTRE 2014

Cet encadré résume les principaux résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le troisième trimestre 2014, réalisée par l'Eurosystème entre le 24 septembre et le 9 octobre 2014¹. Dans l'ensemble, les banques de la zone euro ont fait état d'un assouplissement net des critères d'octroi et d'une hausse nette de la demande pour toutes les catégories de crédits.

Résumé des principaux résultats

Au troisième trimestre 2014, les banques de la zone euro ont fait état d'un assouplissement net des critères d'octroi tant pour les prêts consentis aux entreprises que pour les prêts aux ménages, ces critères demeurant toutefois relativement restrictifs. La demande nette de prêts a continué d'être positive et s'est établie au-dessus de sa moyenne historique pour les prêts aux entreprises et pour les prêts aux ménages. Pour le quatrième trimestre 2014, les banques s'attendent à un assouplissement net des critères d'octroi et à une hausse nette de la demande pour toutes les catégories de prêts. Cette campagne d'enquête comportait également trois questions spécifiques supplémentaires destinées à évaluer l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) conduites et planifiées par l'Eurosystème entre septembre 2014 et juin 2016. De leur point de vue, les banques de la zone euro ont participé aux TLTRO essentiellement pour des raisons de rentabilité et dans une moindre mesure pour des motifs de précaution. En ce qui concerne l'affectation des fonds issus de ces opérations, les banques ont l'intention de les utiliser principalement pour accorder des prêts et pour les substituer à d'autres

¹ Une évaluation approfondie des résultats de l'enquête pour le troisième trimestre 2014 a été publiée sur le site internet de la BCE le 29 octobre 2014.

sources de financement. Leur incidence sur l'offre de crédit devrait se traduire dans une large mesure par un assouplissement des conditions de crédit.

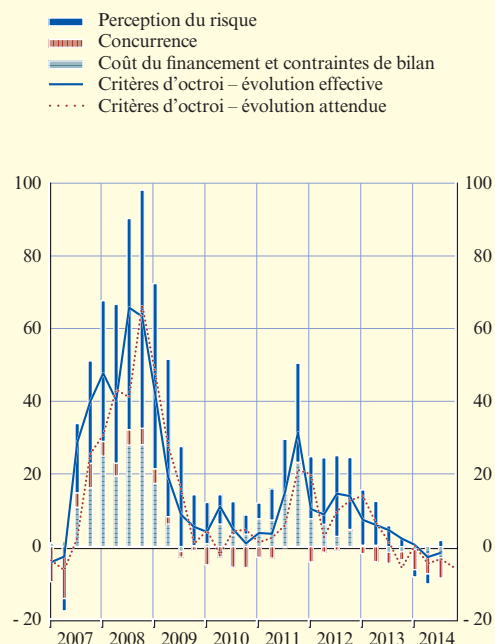
Crédits ou lignes de crédits accordés aux entreprises

Au troisième trimestre 2014, les banques de la zone euro ont fait état d'un assouplissement net des critères d'attribution des prêts aux entreprises (- 2 %, contre - 3 % au trimestre précédent ; cf. graphique A). En ce qui concerne les facteurs à l'origine de cette évolution, les banques de la zone euro ont déclaré que leur coût de financement et leurs contraintes de bilan, ainsi que les pressions concurrentielles, avaient contribué, en moyenne, à un assouplissement net des critères d'octroi. Cela étant, la perception par les banques des risques entourant les perspectives d'activité des entreprises et l'incertitude macroéconomique se sont traduites par un léger durcissement net des critères d'octroi au troisième trimestre, contrairement au trimestre précédent.

Au troisième trimestre 2014, les banques ont continué d'assouplir les conditions attachées aux nouveaux prêts consentis aux entreprises. En termes nets, les marges sur les crédits standard et les prêts les plus risqués se sont encore resserrées (- 22 % et - 2 %, respectivement, contre - 26 %

Graphique A Modification des critères d'octroi des crédits ou des lignes de crédit aux entreprises et facteurs contribuant à cette évolution

(en pourcentage net et pourcentages nets moyens par catégories)

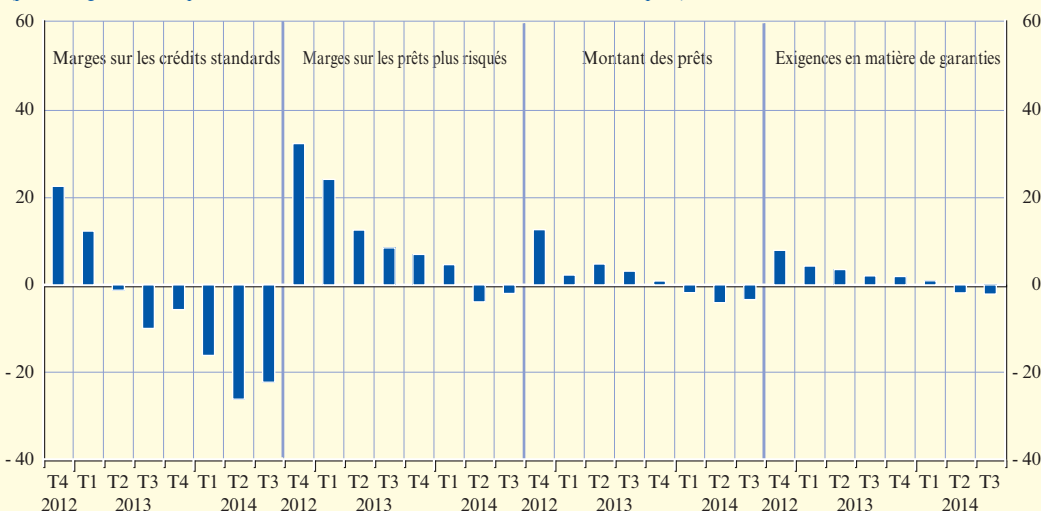


Source : BCE.

Notes : Le coût du financement et les contraintes de bilan correspondent à la moyenne non pondérée de la « position en fonds propres », de l'« accès au financement de marché » et de la « position de liquidité » ; la perception du risque à une moyenne non pondérée des « anticipations concernant l'activité économique », du « risque spécifique à un secteur » et du « risque lié aux garanties exigées » ; la concurrence à la « concurrence bancaire », la « concurrence non bancaire » et la « concurrence du financement de marché ».

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

(pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement des conditions attachées aux prêts)



Source : BCE.

et -4 % au trimestre précédent ; cf. graphique B). De plus, toutes les composantes des autres conditions attachées aux prêts ont été assouplies en termes nets au troisième trimestre 2014.

Pour le quatrième trimestre 2014, les banques de la zone euro s'attendent à un nouvel assouplissement net des critères d'attribution des prêts aux entreprises (-6 %).

La demande nette de crédits des entreprises est restée positive et s'est encore redressée au troisième trimestre 2014 (6 %, après 4 % au trimestre précédent ; cf. graphique C). D'après les banques interrogées, cette évolution résulte principalement d'un accroissement des « autres besoins de financement » liés pour l'essentiel aux fusions et acquisitions (15 %, contre 5 % au trimestre précédent) et de la restructuration de la dette (13 %, contre 8 % au deuxième trimestre). En revanche, les besoins de financement liés à la FBCF ont pesé sur la demande de crédits des entreprises de la zone euro après une contribution légèrement positive au trimestre précédent.

Pour le quatrième trimestre 2014, les banques de la zone euro prévoient, en termes nets, une hausse de la demande de crédits des entreprises (17 %).

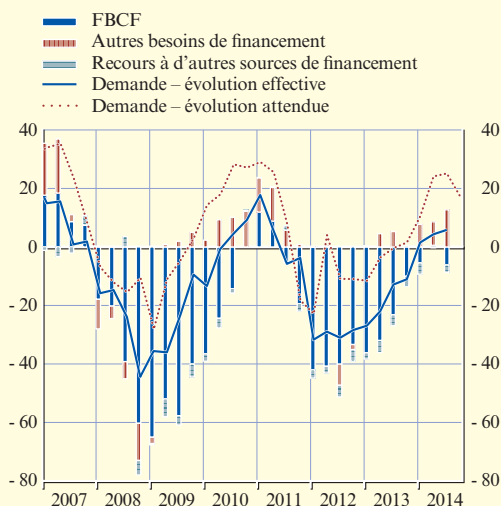
Prêts au logement accordés aux ménages

Au troisième trimestre 2014, les banques de la zone euro ont de nouveau fait état d'un assouplissement net des critères d'attribution des prêts au logement (-2 %, contre -4 % au trimestre précédent ; cf. graphique D). De même que pour les prêts consentis aux entreprises, le coût de financement des banques et leurs contraintes de bilan, ainsi que les pressions concurrentielles, ont contribué, en moyenne, à un assouplissement net des critères d'attribution des prêts au logement tandis que la perception qu'ont les banques des risques entourant tant les perspectives économiques d'ensemble que les perspectives d'évolution du marché de l'immobilier résidentiel a entraîné un léger durcissement net.

Au troisième trimestre 2014, les banques ont continué d'assouplir les conditions de taux

Graphique C Évolution de la demande de crédits ou de lignes de crédit des entreprises et facteurs contribuant à cette évolution

(en pourcentage net et pourcentages nets moyens par catégories)

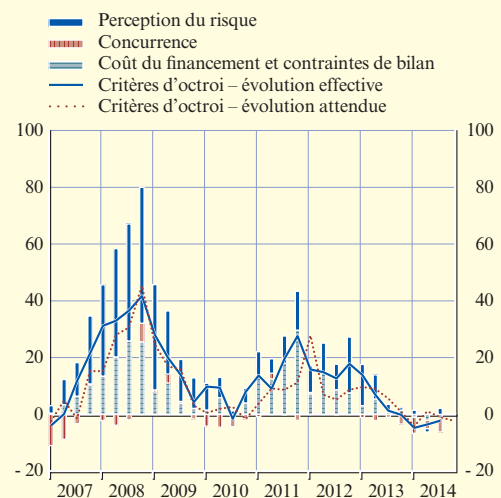


Source : BCE.

Notes : Les autres besoins de financement correspondent à la moyenne non pondérée des « stocks et fonds de roulement », des « opérations de fusion et acquisition et restructuration des entreprises » et de la « restructuration de la dette » ; le recours à d'autres sources de financement correspond à la moyenne non pondérée de l'« autofinancement », des « prêts consentis par d'autres banques », des « prêts consentis par des non-banques », des « émissions de titres de créance » et des « émissions d'actions ».

Graphique D Modification des critères d'octroi des prêts au logement des ménages et facteurs contribuant à cette évolution

(en pourcentage net et pourcentages nets moyens par catégories)



Source : BCE.

Notes : La perception du risque correspond à la moyenne non pondérée des « anticipations concernant l'activité économique » et des « perspectives d'évolution du marché de l'immobilier résidentiel », et la concurrence à la moyenne non pondérée de la « concurrence exercée par les autres banques » et de la « concurrence exercée par les non-banques ».

d'intérêt attachées aux prêts au logement. Plus précisément, les banques de la zone euro ont fait état, en termes nets, d'un resserrement significatif des marges sur les prêts au logement standard (- 30 %, sans changement par rapport au trimestre précédent), tandis que les marges sur les prêts plus risqués se sont légèrement élargies (2 %). Les réponses concernant les conditions non liées aux taux d'intérêt indiquent peu de changement dans l'ensemble, avec un léger assouplissement s'agissant de l'échéance des prêts.

Pour le quatrième trimestre 2014, les banques de la zone euro s'attendent à un nouvel assouplissement net des critères d'attribution des prêts au logement (- 2 %).

En ce qui concerne la demande de prêts, les banques de la zone euro ont déclaré une nouvelle augmentation nette de la demande de prêts au logement au troisième trimestre (23 %, contre 19 % au trimestre précédent ; cf. graphique E). S'agissant des facteurs affectant la demande, les perspectives d'évolution du marché de l'immobilier résidentiel et, dans une moindre mesure, la confiance des consommateurs ont contribué positivement à la progression nette de la demande de prêts au logement. En revanche, la contribution liée au recours à d'autres sources de financement est demeurée légèrement négative.

Pour le quatrième trimestre 2014, les banques prévoient une nouvelle augmentation nette de la demande de prêts au logement (19 %).

Crédits à la consommation et autres prêts aux ménages

Au troisième trimestre 2014, les banques de la zone euro ont fait état d'un assouplissement net des critères d'attribution des crédits à la consommation et des autres prêts aux ménages (- 7 %, contre - 2 % au trimestre précédent). Cette évolution s'explique par un assouplissement net plus prononcé lié au coût de financement des banques et à leurs contraintes de bilan, ainsi que par la poursuite de l'assouplissement net lié à la concurrence. Cela étant, d'après les banques, leur perception des risques aurait marginalement contribué au durcissement net des critères d'attribution des crédits à la consommation et des autres prêts aux ménages.

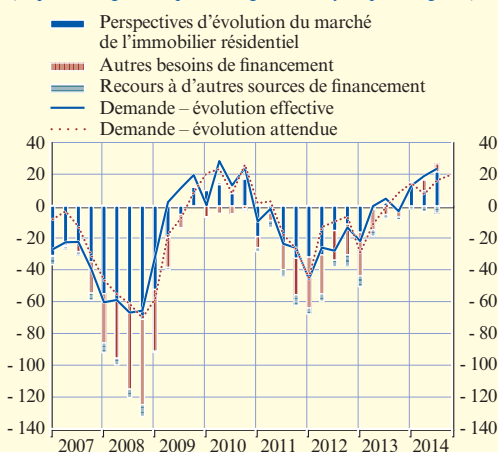
S'agissant des conditions attachées aux prêts, les banques ont fait état d'un nouveau resserrement des marges sur les crédits standard (- 8 %, contre - 14 % lors de la précédente campagne). Les marges sur les prêts plus risqués se sont légèrement resserrées (- 1 %, contre 2 % au trimestre précédent) pour la première fois depuis mi-2005.

Pour le quatrième trimestre 2014, les banques de la zone euro prévoient un assouplissement net des critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation et aux autres prêts aux ménages (- 1 %).

Au troisième trimestre 2014, les banques interrogées ont fait état d'une augmentation nette de la demande de crédits à la consommation (10 %, contre 17 % au deuxième trimestre 2014). Pour le

Graphique E Évolution de la demande de prêts au logement des ménages et facteurs contribuant à cette évolution

(en pourcentage net et pourcentages nets moyens par catégories)



Source : BCE.

Notes : Les autres besoins de financement correspondent à la moyenne non pondérée de la « confiance des consommateurs » et des « dépenses de consommation autres que liées à l'immobilier » ; le recours à d'autres sources de financement correspond à la moyenne non pondérée de l'« épargne des ménages », des « prêts consentis par d'autres banques » et des « autres sources de financement ».

quatrième trimestre 2014, les banques de la zone euro prévoient la poursuite de l'augmentation nette de la demande de crédits à la consommation (18 %).

Questions spécifiques

L'enquête d'octobre 2014 sur la distribution du crédit bancaire comportait un certain nombre de questions spécifiques.

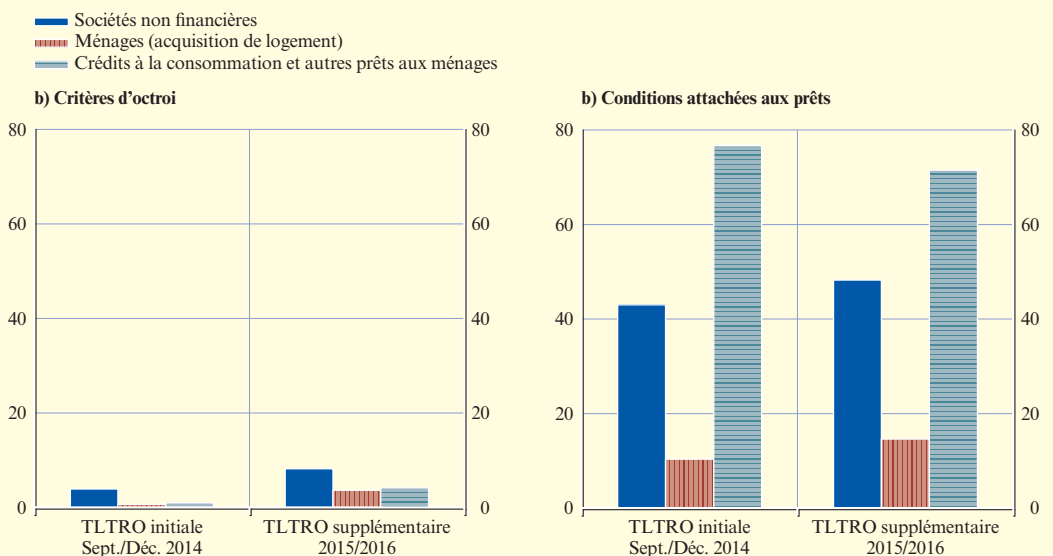
Premièrement, comme lors des campagnes précédentes, elle contenait une question spécifique sur l'accès des banques au financement de détail et au refinancement interbancaire. En moyenne, au troisième trimestre 2014, les banques de la zone euro ont fait état d'un nouvel élargissement net de leur accès au financement pour toutes les grandes catégories d'instruments de marché : le financement de détail, les instruments du marché monétaire, les émissions de titres de créance des banques et la titrisation. Pour le quatrième trimestre 2014, les banques de la zone euro prévoient un nouvel élargissement net important de leur accès au financement de détail et au refinancement interbancaire.

Deuxièmement, l'enquête d'octobre 2014 comportait, comme lors des campagnes précédentes, 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 au cours des trois mois précédents. Dans leurs réponses, les banques ont indiqué que l'atténuation des tensions sur la dette souveraine avait contribué, en moyenne, à un nouvel assouplissement important des conditions de financement des banques au troisième trimestre 2014. Par ailleurs, les banques de la zone euro ont déclaré que l'atténuation des tensions sur la dette souveraine avait entraîné un léger assouplissement de leurs critères d'octroi et qu'elle avait contribué à la poursuite du resserrement de leurs marges pour l'ensemble des catégories de prêts.

Troisièmement, l'enquête d'octobre 2014 comportait également trois questions spécifiques destinées à évaluer l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées conduites et planifiées par l'Eurosystème entre septembre 2014 et juin 2016. En particulier, les banques ont

Graphique F Incidence des TLTRO sur le comportement en matière de prêt

(en pourcentage des participants ayant répondu que la TLTRO avait contribué/contribuerait nettement ou légèrement à un assouplissement)



Source : BCE.

été interrogées sur leur participation et les raisons motivant cette participation. En outre, elles ont été interrogées sur l'utilisation qu'elles envisageaient pour les fonds obtenus dans le cadre des TLTRO initiales et supplémentaires. Enfin, les banques ont fourni une évaluation de l'incidence des TLTRO sur leur propre situation financière et leur comportement en matière de prêt.

En ce qui concerne leur participation, 44 % des banques de la zone euro interrogées ont participé à la première TLTRO initiale, principalement dans un souci de rentabilité. Une proportion légèrement plus élevée, de 47 % des banques, a l'intention de participer à la deuxième TLTRO initiale en décembre 2014, là encore pour des considérations de rentabilité, tandis que 29 % se déclaraient encore indécises. Pour mars 2015 qui verra le démarrage des TLTRO supplémentaires, les banques sont encore largement indécises quant à leur participation (63 % des banques au total).

En ce qui concerne l'utilisation des fonds obtenus dans le cadre des TLTRO initiales et supplémentaires, les banques ² ont déclaré qu'elles les utiliseraient surtout pour accorder des prêts, notamment des prêts aux entreprises, et dans une moindre mesure pour des besoins de refinancement, notamment pour les substituer à d'autres sources de financement. L'achat d'actifs a été mentionné seulement par une minorité de banques.

En ce qui concerne la contribution des TLTRO à l'amélioration de leur situation financière, 43 % des banques ont indiqué, pour les TLTRO initiales de septembre et décembre 2014, une amélioration attendue de leurs positions de liquidité (35 % pour les TLTRO supplémentaires de 2015 et 2016) ainsi qu'une amélioration attendue de leurs conditions de refinancement sur le marché (35 % environ) et de leur rentabilité (30 % environ). En ce qui concerne l'offre de crédit des banques, l'incidence des TLTRO devrait se traduire presque exclusivement par un assouplissement des conditions attachées aux prêts, notamment pour les crédits à la consommation, dans une moindre mesure pour les crédits aux entreprises et faiblement pour les prêts au logement. Il n'est prévu qu'une amélioration limitée de l'ensemble des critères d'octroi (cf. graphique F).

² Les réponses se rapportent uniquement aux banques qui ont participé à la TLTRO initiale de septembre et ont décidé de participer à la TLTRO initiale de décembre 2014 et aux TLTRO supplémentaires de 2015 et 2016.

2.2 ÉMISSIONS DE TITRES

En août 2014, les émissions de titres des résidents de la zone euro ont continué de se contracter. Le taux de croissance annuel, positif bien qu'orienté à la baisse, des émissions de titres de créance par les sociétés non financières (SNF) n'a pas compensé intégralement le taux de croissance toujours négatif des émissions de titres de créance par les IFM, qui est dû en partie au processus de désendettement en cours. Le rythme annuel de croissance des émissions d'actions par les IFM est demeuré soutenu en août, reflétant le renforcement en cours des bilans dans ce secteur de l'économie.

TITRES DE CRÉANCE

Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro est demeuré négatif en août, ressortant à -0,5 % contre -0,2 % le mois précédent (cf. tableau 6). Au niveau sectoriel, le taux de progression annuel des émissions de titres par les SNF est revenu de 9,2 % à 8,3 %, tandis que celui des émissions par les IFM est demeuré inchangé, à -7,1 %. S'agissant des administrations publiques, le taux de croissance annuel des émissions a diminué, ressortant à 3,4 %, contre 3,7 %. Enfin, le taux de variation annuel des titres émis par les institutions financières non monétaires s'est établi à -1,7 % en août, contre -1,1 % en juillet.

Tableau 6 Titres émis par les résidents de la zone euro

Secteur émetteur	Encours (en milliards d'euros)	Taux de croissance annuels ¹⁾						
		2014		2013		2014		
		Août	T3	T4	T1	T2	Juillet	Août
Titres de créance	16 442	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,2	-0,5
IFM	4 685	-8,7	-8,9	-8,0	-7,4	-7,1	-7,1	-7,1
Institutions financières non monétaires	3 156	0,9	0,2	-2,1	-2,8	-1,1	-1,7	-1,7
Sociétés non financières	1 118	10,2	9,5	8,6	7,5	9,2	8,3	8,3
Administrations publiques	7 482	3,3	3,3	3,9	3,7	3,7	3,4	3,4
dont :								
Administrations centrales	6 791	4,2	4,0	4,5	4,2	3,9	3,6	3,6
Autres administrations publiques	691	-3,8	-3,1	-0,7	-1,1	1,5	1,6	1,6
Actions cotées	5 932	1,0	0,8	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4
IFM	638	7,8	7,4	8,6	9,8	6,9	6,9	6,9
Institutions financières non monétaires	546	1,5	0,8	1,2	1,9	3,8	3,6	3,6
Sociétés non financières	4 748	0,2	0,1	0,3	0,6	0,4	0,5	0,5

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*.

Le taux de croissance négatif des émissions de titres de créance dans le secteur des IFM tend à indiquer que les banques européennes ont continué de se désendetter en août.

La ventilation par échéances des titres de créance émis montre que, en août, l'activité de refinancement a été concentrée sur les émissions du compartiment à long terme à taux fixe du marché. Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance à long terme s'est légèrement ralenti, à 0,2 %, contre 0,5 % en juillet. Cette évolution reflète une baisse de 5,0 % en rythme annuel (après une diminution de 4,8 % en juillet) des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux variable, qui a été partiellement compensée par une hausse de 1,8 % (contre 2,3 % le mois précédent) des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux fixe. Le rythme annuel de variation des émissions de titres de créance à court terme est resté négatif, s'établissant à -5,8 % en août, contre -5,2 % le mois précédent.

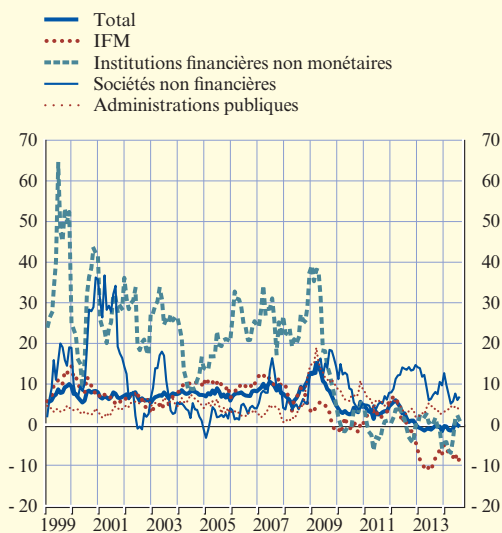
S'agissant des évolutions à court terme, la progression de l'activité d'émission de titres de créance par les SNF a été moins prononcée que ne l'indique le taux de croissance annuel (cf. graphique 7). En août, le taux de croissance annualisé sur six mois des émissions de titres de créance par les SNF s'est inscrit à 6,9 %, après 6,0 % le mois précédent, et le taux correspondant pour les IFM à -8,3 %, après -9,2 % en juillet. Dans le cas des institutions financières non monétaires, ce taux est resté positif, à 1,0 %, contre 2,3 % en juillet. En revanche, le taux de croissance annualisé sur six mois des émissions par les administrations publiques s'est inscrit en baisse, ressortant à 3,1 %, contre 4,3 % en juillet.

ACTIONS COTÉES

En août 2014, le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro est resté globalement stable par rapport au mois précédent, ressortant à 1,4 % (cf. graphique 8). S'agissant des SNF,

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.

la progression annuelle des émissions d'actions s'est accentuée, ressortant à 0,5 %. En revanche, le taux correspondant pour les institutions financières non monétaires est revenu à 3,6 %. Enfin, le taux de croissance annuel des émissions d'actions par les IFM est resté soutenu en août. Il s'est inscrit à 6,9 %, sans changement par rapport à juillet. Le fait que les émissions d'actions cotées soient essentiellement attribuables au secteur des IFM indique que les banques européennes ont continué de constituer des coussins de fonds propres en août.

2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Les taux d'intérêt en blanc du marché monétaire sont restés pratiquement inchangés en octobre, tandis que l'Eonia et les taux des swaps Eonia ont légèrement augmenté, dans un contexte de baisse de l'excédent de liquidité. Après le règlement de la première opération de refinancement à plus long terme ciblée, l'excédent de liquidité s'est temporairement accru, avant de revenir progressivement aux niveaux observés avant le règlement de l'opération.

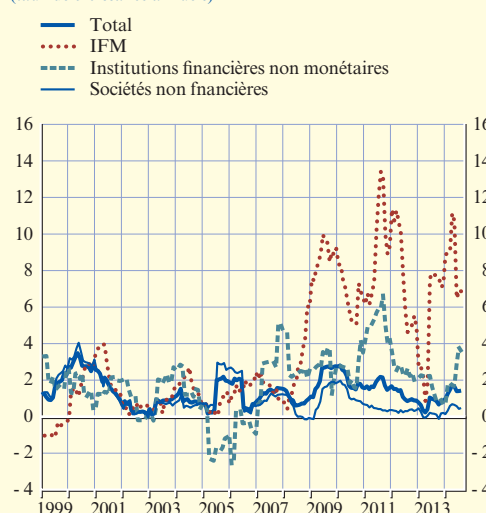
Les taux des prêts en blanc du marché monétaire sont restés pratiquement inchangés entre le 2 octobre et le 5 novembre, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissant à, respectivement, 0,01 %, 0,08 %, 0,18 % et 0,34 % le 5 novembre. L'écart entre l'Euribor 1 mois et 12 mois, un indicateur de la pente de la courbe des taux du marché monétaire, est aussi resté globalement stable, pour s'établir à environ 33 points de base le 5 novembre (cf. graphique 9).

S'agissant des anticipations relatives aux taux futurs du marché monétaire, les taux d'intérêt implicites tirés des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois d'échéances décembre 2014 ainsi que mars, juin et septembre 2015 ont légèrement progressé par rapport aux niveaux constatés le 2 octobre 2014, pour s'établir à 0,08 %, 0,08 %, 0,08 % et 0,09 %, respectivement, le 5 novembre. L'incertitude des marchés, mesurée par la volatilité implicite tirée des options à court terme sur les contrats à terme Euribor 3 mois, s'est également légèrement accentuée au cours de la période sous revue, ressortant à quelque 0,04 % le 5 novembre.

L'Eonia est demeuré négatif au cours de la première partie de la période sous revue, mais a légèrement augmenté en octobre, dans un contexte

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

(taux de croissance annuels)

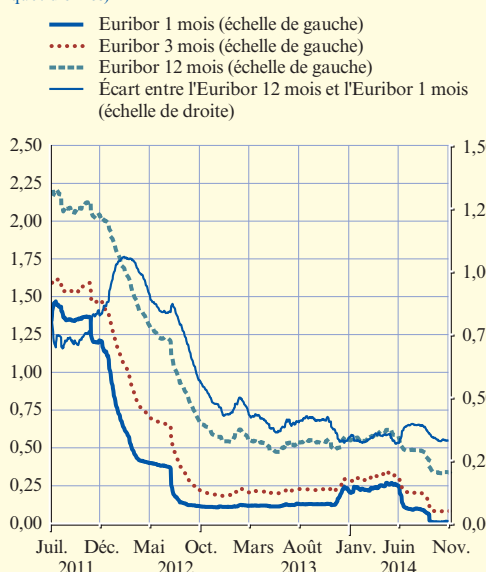


Source : BCE.

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

Graphique 9 Taux d'intérêt du marché monétaire

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



Sources : BCE et Thomson Reuters.

de baisse de l'excédent de liquidité, pour redevenir légèrement positif. Le dernier jour du mois, l'Eonia s'est établi à 0,08 %, avant de revenir à des niveaux légèrement négatifs durant la première partie de novembre, reflétant une hausse temporaire de l'excédent de liquidité (cf. graphique 10).

Sous l'effet de l'évolution de l'Eonia et de la réduction de l'excédent de liquidité, le taux du *swap* Eonia à 3 mois a un peu augmenté au cours de la période sous revue et est également revenu en territoire légèrement positif, après être demeuré négatif depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 4 septembre. À la fin de la période considérée, ce taux est redevenu légèrement négatif, ressortant à - 0,03 % le 5 novembre. L'écart entre le taux Euribor 3 mois et le taux du *swap* Eonia de même échéance est demeuré pratiquement inchangé à la fin de la période sous revue, s'inscrivant à 11 points de base le 5 novembre.

Entre le 2 octobre et le 5 novembre 2014, l'Eurosystème a conduit plusieurs opérations de refinancement, toutes sous forme d'appels d'offre à taux fixe. Lors des opérations principales de refinancement de la dixième période de constitution de réserves de 2014, conduites les 7, 14, 21 et 28 octobre et le 4 novembre, l'Eurosystème a alloué, respectivement, 84,2 milliards, 82,5 milliards, 92,9 milliards, 118,2 milliards et 98,2 milliards d'euros. L'Eurosystème a également procédé à une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois le 29 octobre, pour une allocation de 10,2 milliards d'euros.

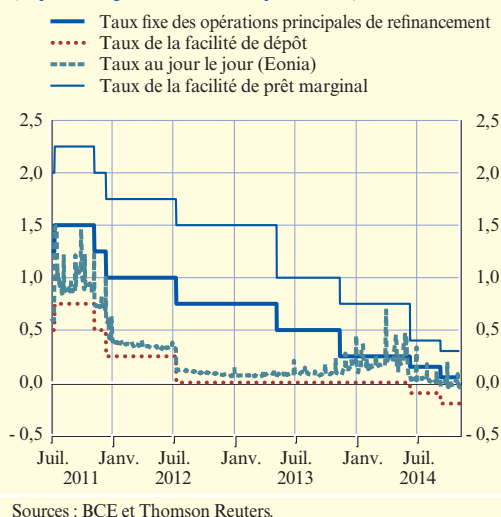
En outre, les contreparties ont opté pour un remboursement anticipé, sur une base hebdomadaire, des fonds alloués dans le cadre des opérations à long terme d'une durée de trois ans du 21 décembre 2011 et du 29 février 2012. Au 5 novembre, un montant total de 697,0 milliards d'euros avait été remboursé depuis le 30 janvier 2013, dont 373,1 milliards au titre de l'opération du 21 décembre 2011 et le reliquat de 323,9 milliards au titre de celle du 29 février 2012.

L'excédent de liquidité a diminué pendant la neuvième période de constitution de réserves de 2014, revenant à un niveau moyen de l'ordre de 111,4 milliards d'euros, par rapport à un niveau moyen d'environ 130,0 milliards d'euros au cours de la précédente période de constitution. La baisse globale de l'excédent de liquidité moyen s'explique par une absorption accrue par les facteurs autonomes et une diminution du volume des opérations d'open market. En particulier, le fléchissement du recours aux opérations principales de refinancement et les remboursements au titre des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans ont, en moyenne, largement contrebalancé l'augmentation de la liquidité résultant de la première opération de refinancement à plus long terme ciblée. La moyenne du recours quotidien à la facilité de dépôt a légèrement reculé pour ressortir à 24,3 milliards d'euros au cours de la neuvième période de constitution de réserves, contre 25,2 milliards lors de la précédente période de constitution, et l'excédent moyen détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants a diminué, revenant de 104,9 milliards à 87,3 milliards. Le recours moyen à la facilité de prêt marginal est resté inchangé à 0,2 milliard d'euros.

L'excédent de liquidité est demeuré stable pendant les trois premières semaines de la dixième période de constitution de réserves, à un niveau moyen d'environ 112,8 milliards d'euros.

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

Entre fin septembre et début novembre 2014, les rendements des emprunts publics à dix ans notés AAA de la zone euro et les rendements des emprunts publics à dix ans américains ont baissé en raison des préoccupations du marché quant aux perspectives de croissance au niveau mondial.

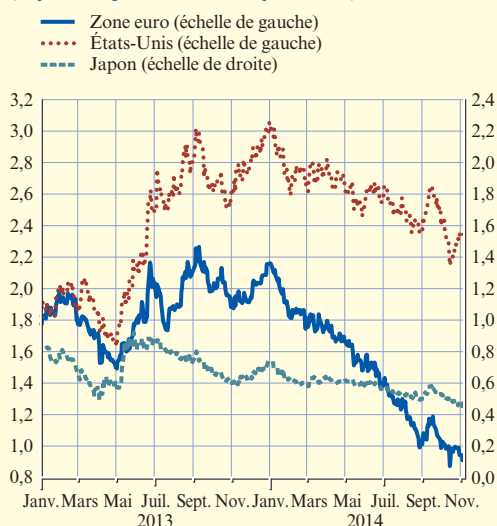
Entre fin septembre et le 5 novembre 2014, les rendements des emprunts publics à dix ans notés AAA de la zone euro ont cédé quelque 0,11 % pour s'établir à 0,9 % le 5 novembre (cf. graphique 11). En revanche, les rendements des emprunts publics à plus court terme notés AAA de la zone euro sont restés globalement inchangés au cours de la période sous revue, s'établissant à des niveaux inférieurs à zéro à la fin de la période. Par conséquent, la pente de la structure par termes, mesurée par l'écart entre le rendement des emprunts à dix ans et celui des emprunts à deux ans, a diminué de quelque 12 points de base sur la même période pour ressortir à 100 points de base environ. Les rendements des emprunts publics à dix ans aux États-Unis et au Japon ont également diminué, de quelque 15 et 6 points de base, pour s'établir à environ 2,4 % et 0,5 %, respectivement.

Les plus fortes baisses des rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA de la période sous revue se sont produites vers mi-octobre, après la publication de données économiques médiocres pour la zone euro. La plupart de ces baisses ont été inversées dans les jours suivants, mais les rendements ont à nouveau diminué vers la fin de la période sous revue. Les rendements des emprunts à long terme dans les pays en difficulté de la zone euro ont également été affectés par la morosité des données économiques pour la zone euro et ont augmenté en conséquence au cours de la période sous revue. Dans un certain nombre de pays en difficulté de la zone euro, les rendements des emprunts à long terme ont affiché une grande volatilité en raison d'informations spécifiques aux pays.

Les rendements des emprunts à long terme aux États-Unis ont diminué au cours de la période sous revue, la plus forte baisse s'étant produite dans la première moitié de la période. Ce recul est intervenu dans un contexte de préoccupations du marché relatives à la croissance mondiale et de certaines anticipations d'un rythme de resserrement de la politique monétaire aux États-Unis plus lent qu'attendu précédemment. Durant la seconde moitié de la période sous revue, la baisse s'était en partie inversée après la publication de données économiques positives pour les États-Unis. La décision du Comité fédéral de l'*open market* de mettre fin à son programme d'achat d'actifs était attendue et n'a pas eu d'incidence significative sur les rendements des emprunts à long terme aux États-Unis. Au Japon, les rendements des emprunts à long terme ont légèrement diminué au cours du mois. La décision de la Banque du Japon de renforcer son assouplissement monétaire n'a eu qu'une faible incidence baissière sur les rendements à long terme au Japon, même si la décision a été jugée inattendue par certains intervenants de marché.

Graphique 11 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

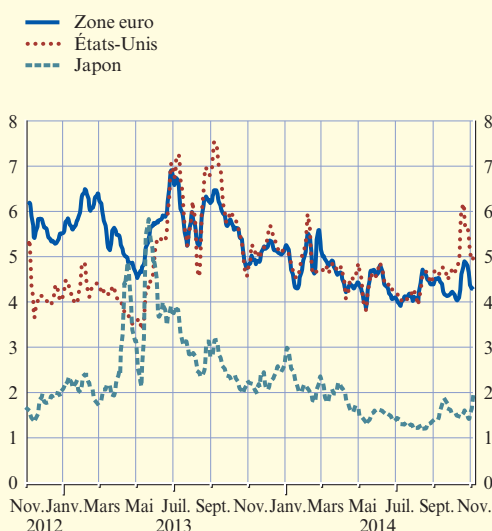


Sources : EuroMTS, BCE, Bloomberg et Thomson Reuters.

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)

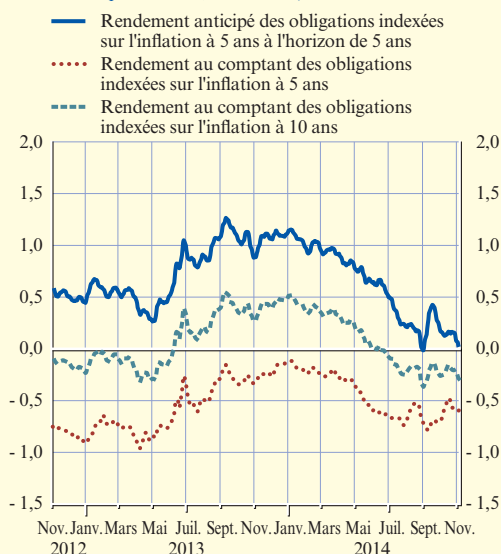


Source : Bloomberg.

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, japonais 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 la plus proche 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 l'Allemagne et la France.

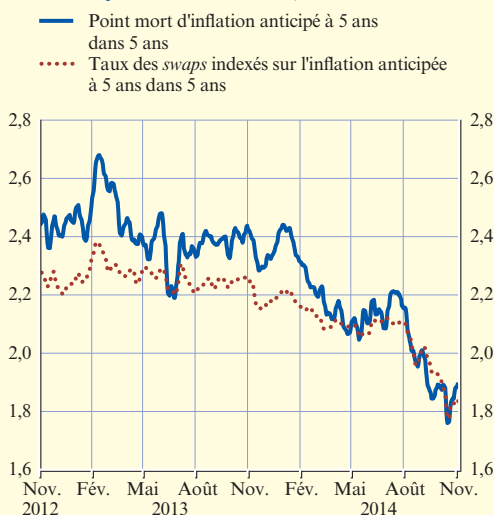
L'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme sur les marchés obligataires de la zone euro, mesurée par la volatilité implicite tirée des options sur obligations à court terme, s'est accentuée au cours de la période sous revue, ressortant à 4 % environ le 5 novembre (cf. graphique 12). L'incertitude sur les marchés obligataires aux États-Unis s'est également accrue au cours de la période, la volatilité implicite des marchés obligataires ressortant à 5 % environ le 5 novembre. Le renforcement de l'incertitude sur les marchés obligataires a reflété les préoccupations du marché quant à la croissance mondiale.

Les rendements obligataires réels à long terme dans la zone euro, mesurés par les rendements des emprunts publics indexés sur l'inflation, ont légèrement diminué au cours de la période sous revue (cf. graphique 13). Entre fin septembre et début novembre, les rendements réels des emprunts publics à dix ans ont diminué de 5 points de base environ, ressortant à -0,29 %. En revanche, les rendements réels des obligations à cinq ans ont légèrement augmenté, pour s'inscrire à -0,59 % le 5 novembre. En conséquence, le taux d'intérêt réel anticipé à long terme a diminué de 21 points de base dans la zone euro, pour s'établir à 0,02 % environ à la fin de la période sous revue.

Les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme, calculées comme l'écart entre les obligations nominales et les obligations indexées sur l'inflation correspondantes, ont légèrement diminué au cours de la période sous revue. Le 5 novembre, les points morts d'inflation à cinq ans se sont établis à quelque 0,8 % et les points morts à dix ans à 1,4 % environ. Le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans dérivé des obligations est resté pratiquement inchangé

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

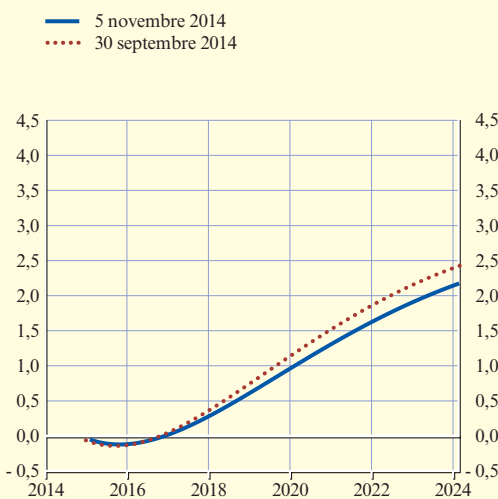
(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes ; données cvs)



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 l'Allemagne et la France.

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 anticipées 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.

au cours de la période sous revue, ressortant à 1,9 % le 5 novembre (cf. graphique 14). Les points morts d'inflation anticipés à long terme calculés à partir des *swaps* indexés sur l'inflation, qui sont moins volatils, ont diminué, ressortant à 1,83 % à la fin de la période. Actuellement, les investisseurs considèrent le risque d'une inflation nettement supérieure à 2 % comme relativement faible et le prix de marché du risque d'inflation, qui est intégré aux indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation à long terme, s'inscrit par conséquent à un niveau historiquement bas. En outre, la hausse récente de l'offre d'obligations indexées sur l'inflation dans la zone euro fait peser de nouvelles pressions baissières sur les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés. Les mesures, tirées d'enquêtes, des anticipations d'inflation par le Consensus économique à un horizon de six à dix ans indiquent actuellement un taux d'inflation de 1,9 %.

Entre fin septembre et le 5 novembre, la structure par termes des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés dans la zone euro est restée pratiquement inchangée pour les échéances les plus courtes et a fléchi pour les échéances longues. En particulier, au cours de la période sous revue, le taux d'intérêt implicite anticipé à échéance dix ans a diminué de quelque 23 points de base (cf. graphique 15).

Au cours de la période considérée, les écarts de rendement des obligations bien notées émises par les sociétés financières et non financières de la zone euro (par rapport à l'indice Merrill Lynch des emprunts publics notés AAA pour l'UEM) se sont resserrés pour la plupart des catégories de notation. La plus forte baisse de la période a concerné les écarts de rendement des obligations du secteur privé émises par les sociétés non financières moins bien notées de la zone euro.

2.5 TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX PRÊTS ET AUX DÉPÔTS

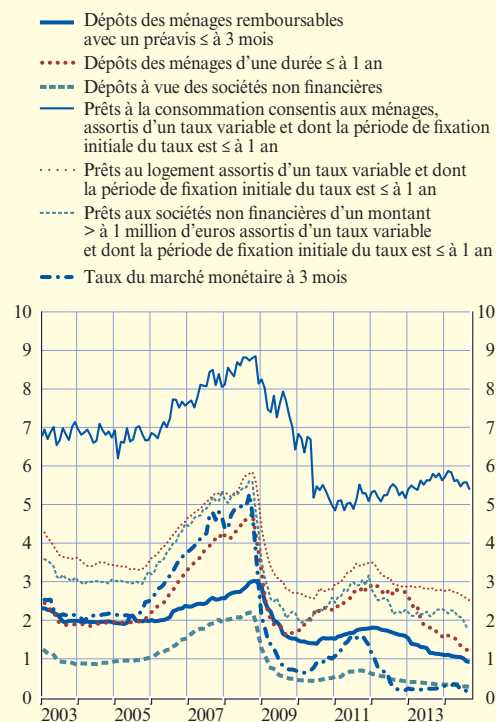
En septembre 2014, les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts à court terme des ménages et des sociétés non financières (SNF) sont restés globalement inchangés. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts à long terme des SNF ont diminué, alors qu'ils ont légèrement augmenté dans le cas des ménages. La plupart des taux d'intérêt pratiqués par les IFM ont encore reculé, à l'exception de ceux appliqués aux prêts de montant élevé dont la période de fixation initiale du taux est courte. L'écart par rapport aux taux du marché s'est quelque peu resserré dans le cas des prêts assortis de périodes de fixation longues, tandis qu'il a affiché un tableau contrasté pour ceux assortis de périodes de fixation courtes. Si l'écart entre les taux pratiqués sur les prêts de faible montant et ceux de montant élevé s'est encore réduit pour les périodes de fixation courtes en septembre, il s'est en revanche accentué dans le cas des périodes de fixation longues.

S'agissant des échéances et des périodes de fixation courtes, les principaux taux sont demeurés stables ou ont enregistré de légères baisses en septembre 2014. Les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts d'une durée inférieure ou égale à un an sont demeurés pratiquement inchangés tant pour les ménages que pour les SNF, à 1,2 % et 0,5 %, respectivement. 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 ont reculé de 5 points de base, à 2,5 %, et ceux appliqués aux prêts à la consommation de 19 points de base, à 5,4 % (cf. graphique 16). En ce qui concerne les SNF, les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant (inférieur ou égal à 1 million d'euros) ont diminué de 15 points de base, à 3,3 %, et ceux appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million d'euros) et dont la période de fixation initiale du taux est courte ont progressé de 5 points de base, à 1,9 %. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant consentis aux SNF et assortis d'une période de fixation du taux courte et les taux d'intérêt correspondants sur les prêts de montant élevé s'est encore resserré en septembre, à 143 points de base, demeurant toutefois nettement supérieur à la moyenne d'environ 120 points de base enregistrée depuis 2007. La baisse de l'écart observé en septembre indique que les conditions de financement des petites et moyennes entreprises pour les échéances courtes continuent de s'améliorer par rapport à celles des grandes entreprises.

Compte tenu de la nouvelle baisse de l'Euribor 3 mois observée en septembre, à 0,08 %, l'écart entre le taux du marché monétaire à trois mois et les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts aux ménages assortis d'une période de fixation du taux courte est resté pratiquement inchangé, à 243 points de base. L'écart correspondant par rapport aux taux d'intérêt appliqués aux prêts de montant élevé consentis aux SNF et dont la période de fixation du taux est courte s'est élargi

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)



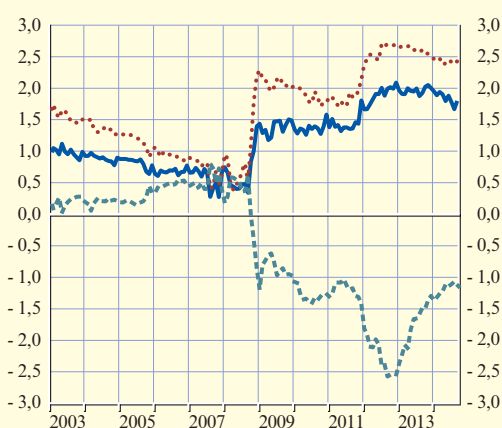
Source : BCE.

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



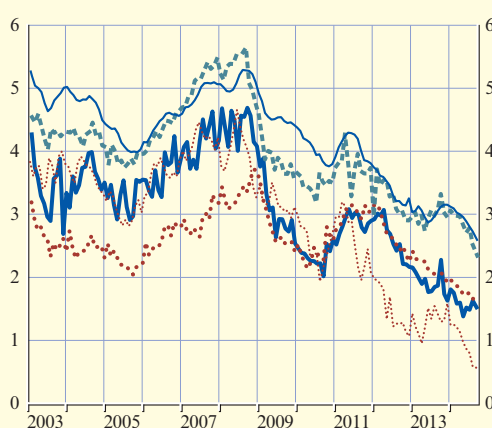
Source : BCE.

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).

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). Le rendement des emprunts publics à 7 ans de la zone euro est fondé sur les données de la BCE relatives aux emprunts publics notés AAA, qui incluent actuellement les emprunts autrichiens, finlandais, allemands et néerlandais.

de 13 points de base, à 180 points de base, tandis que pour les prêts de faible montant, il s'est resserré de 7 points de base, ressortant à 323 points de base (cf. graphique 17).

Depuis début 2012, les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts à court terme des SNF et des ménages ont enregistré une baisse comprise entre 80 et 170 points de base, et les taux appliqués par les IFM aux prêts à court terme aussi bien de montant élevé que de faible montant accordés aux SNF et aux prêts au logement consentis aux ménages ont diminué dans des proportions comprises entre 90 et 100 points de base.

En ce qui concerne les échéances à plus long terme et les périodes de fixation du taux plus longues, la plupart des taux d'intérêt pratiqués par les IFM se sont inscrits en baisse en septembre. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts à long terme des SNF ont diminué de 10 points de base en septembre, à 1,5 %, tandis qu'ils ont augmenté de 4 points de base, à 1,7 %, dans le cas des ménages. Les taux d'intérêt sur les prêts au logement assortis d'une période de fixation longue ont encore fléchi en septembre, de 10 points de base, à 2,6 % (cf. graphique 18). Les taux d'intérêt sur les prêts de faible montant accordés aux SNF et dont la période de fixation initiale du taux est longue ont reculé de 7 points de base, à 2,9 %, et ceux appliqués aux prêts de montant élevé ont fléchi de 12 points de base, à 2,4 %. Par conséquent, l'écart entre les taux appliqués aux prêts de faible montant assortis d'une période de fixation du taux longue et les taux correspondants pour les prêts de montant élevé s'est légèrement accru, pour s'établir à 45 points de base en septembre. Le rendement moyen des emprunts publics à sept ans notés AAA dans la zone euro, qui peut être

considéré comme une référence pour les échéances longues, étant demeuré pratiquement inchangé en septembre, à 0,6 %, l'écart entre les taux appliqués aux prêts assortis d'une période de fixation longue et le rendement de ces emprunts s'est légèrement resserré en septembre.

Depuis début 2012, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts à long terme ont fléchi de quelque 140 points de base, tandis que les taux débiteurs à long terme ont reculé dans une moindre mesure, de quelque 100 points de base. Au cours de la même période, l'écart entre les taux appliqués aux prêts assortis d'une période de fixation initiale longue et le rendement moyen des emprunts publics à sept ans notés AAA a fluctué entre 140 et 280 points de base dans le cas des prêts aux SNF et entre 140 et 220 points de base pour les prêts au logement. Dans les deux cas, l'écart est demeuré très supérieur au niveau constaté avant la crise, en août 2007, où il était inférieur à 100 pour les prêts aussi bien de montant élevé que de faible montant accordés aux SNF et pour les prêts au logement.

Dans l'ensemble, la réduction des taux d'intérêt directs de la BCE en septembre, ainsi que l'effet des mesures non conventionnelles de politique monétaire mises en œuvre ou annoncées par la BCE, se répercutent progressivement sur les taux débiteurs et créditeurs bancaires. Dans le même temps, la morosité du climat économique et la nécessité pour les banques d'assainir leurs bilans exercent encore probablement une tension à la hausse sur les taux débiteurs des banques dans certains pays de la zone euro.

2.6 MARCHÉS BOURSIERS

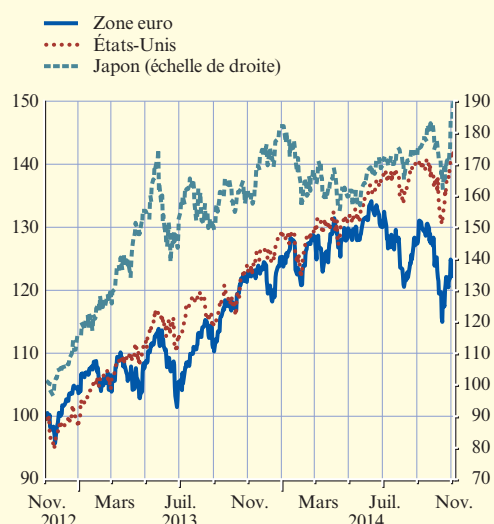
Entre fin septembre et début novembre 2014, les cours boursiers ont reculé dans la zone euro alors qu'ils ont augmenté aux États-Unis et au Japon. L'incertitude sur les marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, s'est accentuée dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

Entre fin septembre et le 5 novembre 2014, les cours boursiers dans la zone euro, mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, ont baissé de 3 % environ (cf. graphique 19). Les baisses les plus importantes sont intervenues dans la première moitié de la période après la publication de données économiques médiocres en provenance de la zone euro. Les nouvelles concernant certains pays de la zone euro en particulier ont également contribué à la volatilité des cours boursiers au cours de la période sous revue. Aux États-Unis, les cours des actions, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont augmenté de 3 % environ au cours de la même période. Les cours ont diminué sur la première moitié de la période sous revue, en liaison avec les préoccupations du marché quant aux perspectives de croissance au niveau mondial. Ce recul s'est inversé vers la fin de la période après la publication de données économiques favorables en provenance des États-Unis. La décision du Comité fédéral de l'*open market* de mettre fin à son programme d'achat d'actifs était attendue et n'a pas eu d'incidence significative sur les cours boursiers aux États-Unis. Au Japon, les cours boursiers, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont également fortement baissé au cours de la première partie de la période sous revue, mais se sont redressés après la décision de la Banque du Japon de renforcer son assouplissement monétaire. Par conséquent, les cours boursiers ont globalement progressé au cours de la période sous revue.

Au niveau sectoriel, dans la zone euro, les baisses les plus importantes des cours boursiers ont concerné le secteur du pétrole et du gaz et celui de la santé. Les secteurs ayant affiché les meilleures performances dans la zone ont été ceux des télécommunications et des biens de consommation. Les cours des actions du secteur financier ont fléchi dans la zone euro au cours de la période. Après l'annonce par la BCE de l'évaluation complète des banques de la zone euro, les actions financières ont légèrement fléchi au niveau sectoriel, tandis que des baisses importantes ont été observées au niveau des différentes sociétés. À la fin de la période sous revue, la baisse des actions du secteur financier qui avait suivi

Graphique 19 Indices boursiers

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

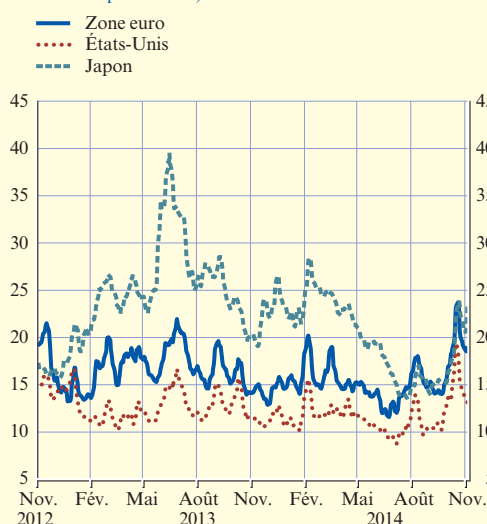


Source : Thomson Reuters.

Note : Les indices utilisés sont l'indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, l'indice Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et l'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.

l'annonce de la BCE s'était inversée. Aux États-Unis, les performances des cours boursiers ont été contrastées selon les secteurs. Les plus fortes baisses se sont produites dans le secteur du pétrole et du gaz et dans celui des produits de base. Les secteurs ayant affiché les meilleures performances aux États-Unis ont été ceux de la santé et des services collectifs.

Entre fin septembre et début novembre, l'incertitude sur les marchés boursiers de la zone euro, mesurée par la volatilité implicite, a augmenté pour s'inscrire à 19 % environ le 5 novembre, avec même des niveaux plus élevés vers le milieu de la période sous revue (cf. graphique 20). La volatilité implicite s'est également accrue tant aux États-Unis qu'au Japon, avec des pics vers le milieu de la période sous revue. Le renforcement de l'incertitude sur les marchés boursiers a reflété les préoccupations du marché quant aux perspectives de croissance au niveau mondial.

Encadré 4

RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE SUR L'ACCÈS DES PME AU FINANCEMENT DANS LA ZONE EURO :
AVRIL À SEPTEMBRE 2014

Cet encadré présente les principaux résultats de la onzième campagne d'enquête sur l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) au financement dans la zone euro, qui a été réalisée entre le 1^{er} septembre et le 10 octobre 2014¹. L'effectif total de l'échantillon est de 10 750 entreprises, dont 9 792 (soit 91 %) sont classées au nombre des PME (entreprises comptant moins de 250 salariés).

1 Un rapport exhaustif, ainsi que des tableaux statistiques détaillés et des ventilations complémentaires ont été publiés le 12 novembre 2014 sur le site internet de la BCE à la page Statistics, rubrique Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs.

Le présent encadré décrit les évolutions de la situation financière, des besoins de financement et de l'accès au financement des PME dans la zone euro au cours des six mois précédant l'enquête (d'avril à septembre 2014)². En outre, les évolutions relatives aux PME sont comparées à celles des grandes entreprises au cours de la même période.

Résumé des principaux résultats

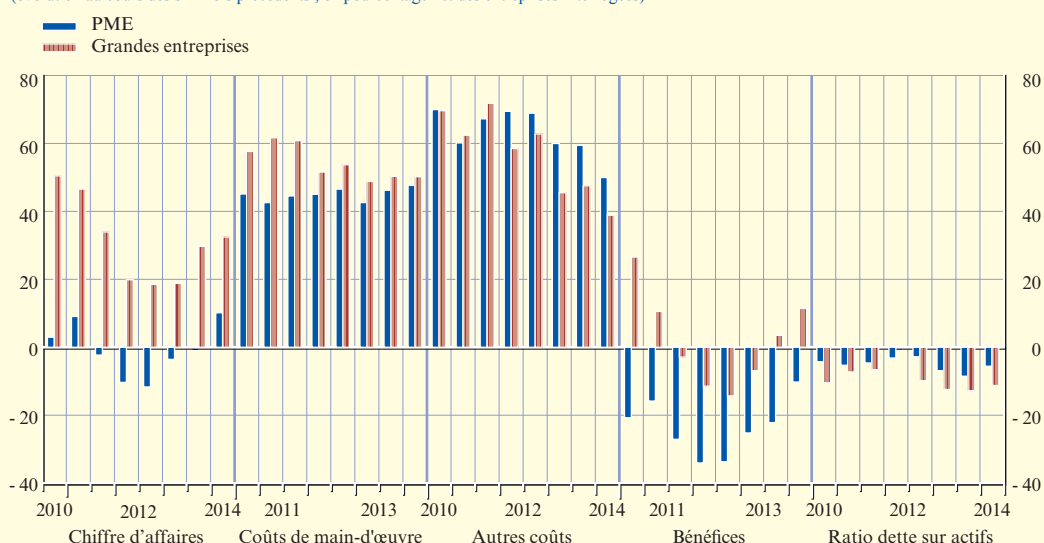
Dans l'ensemble, les PME de la zone euro ont fait état d'une amélioration de leur situation financière par rapport à la précédente période d'enquête. La « recherche de clients » est restée leur principale préoccupation (20 % d'entre elles mentionnant ce problème comme étant le plus important, contre 21 % lors de la campagne d'enquête précédente), suivie de la « disponibilité de main-d'œuvre qualifiée » (16 %), de la « réglementation » (15 %) et de la « concurrence » (14 %). L'« accès au financement » se place au cinquième rang des principales préoccupations (13 %, sans changement par rapport à la précédente période d'enquête), tandis qu'il constituait un problème légèrement moins important pour les grandes entreprises de la zone (11 %, contre 8 %).

Une amélioration de la situation financière des PME

Au cours de la période comprise entre avril et septembre 2014, la situation financière des PME de la zone euro s'est améliorée par rapport à la précédente enquête. En termes nets³, les PME de la zone euro ont fait état d'une augmentation importante de leur chiffre d'affaires (10 %, contre - 1 % lors de la précédente période ; cf. graphique A). Le pourcentage net d'entre elles mentionnant une hausse des coûts de main-d'œuvre est resté élevé (48 %, contre 46 %), tandis que le pourcentage net indiquant des augmentations des autres coûts a diminué (50 %, contre 59 %).

Graphique A Indicateurs de la situation financière des entreprises de la zone euro

(évolution au cours des six mois précédents ; en pourcentage net des entreprises interrogées)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement réalisée par la BCE et la Commission européenne.

Note : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises faisant état d'une augmentation pour un facteur donné et de celles déclarant une diminution.

² La période de référence de la campagne précédente allait d'octobre 2013 à mars 2014.

³ Les termes nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises faisant état d'une augmentation et celui des entreprises déclarant une diminution.

Conformément aux évolutions du chiffre d'affaires et des autres coûts, le pourcentage net de PME de la zone euro déclarant un recul de leurs bénéfices a diminué (-10 %, après -22 %). Il semble que la situation financière des grandes entreprises de la zone euro ait continué de s'améliorer depuis la dernière enquête, puisqu'elles ont fait état, dans l'ensemble, de hausses de leurs chiffres d'affaires et de leurs bénéfices de 32 % et 11 %, respectivement (contre 30 % et 4 % au cours de la précédente campagne).

La diminution du levier d'endettement des entreprises de la zone euro semble s'être poursuivie, mais à un rythme plus lent que lors de la précédente période d'enquête. Le pourcentage net de PME et de grandes entreprises de la zone faisant état d'une baisse de leur ratio d'endettement a diminué (-6 % et -11 %, respectivement, après -9 % et -13 % lors de la précédente campagne).

Une nouvelle hausse limitée des besoins de financement externe des PME de la zone euro

Dans l'ensemble, 1 % des PME de la zone euro ont fait état d'une augmentation de leurs besoins en prêts bancaires (soit un niveau inférieur aux 5 % de la précédente campagne; cf. graphique B) et 11 % d'une hausse de leurs besoins au titre des découverts bancaires (après 12 %). En termes nets, 12 % des PME de la zone euro a mentionné une progression des besoins au titre du crédit commercial (contre 9 %). La FBCF, ainsi que les stocks et le fonds de roulement, sont restés les deux plus importants facteurs influant sur les besoins de financement externe des PME. Dans l'ensemble, 31 % des PME de la zone euro ont évoqué la FBCF comme leur principale source de besoins de financement externe, tandis que 27 % ont mentionné le fonds de roulement.

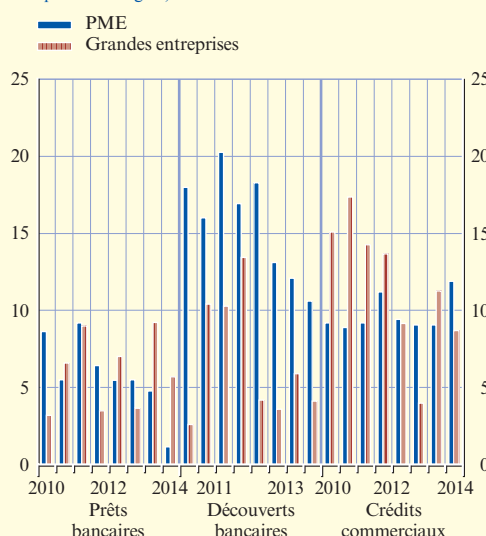
Les grandes entreprises ont fait état, dans l'ensemble, d'une augmentation plus faible de leurs besoins de financement externe sous forme de prêts bancaires (6 %, contre 9 % lors de la précédente campagne), de crédits commerciaux (9 %, contre 11 %) et de découverts bancaires (4 %, contre 6 %).

Éléments tendant à indiquer une stabilisation de l'accès des PME de la zone euro au financement externe

Entre avril et septembre 2014 les conditions du financement externe se sont généralement stabilisées ou améliorées pour les PME de la zone euro. Le pourcentage net des PME de la zone euro indiquant une détérioration de l'accès aux prêts bancaires a diminué, revenant à -1 % (après -4 %; cf. graphique C). Les PME de la zone ont également indiqué, dans l'ensemble, une moindre détérioration de l'accès aux découverts bancaires (-2 %, après -8 %) et une amélioration de l'accès aux crédits commerciaux (1 %, contre -4 %).

Graphique B Besoins de financement externe des entreprises de la zone euro

(évolution au cours des six mois précédents; en pourcentage net des entreprises interrogées)



Sources : Enquête sur l'accès des PME au financement réalisée par la BCE et la Commission européenne.

Notes : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant une augmentation de leurs besoins de financement externe et de celles déclarant une diminution. Les données relatives aux découverts bancaires (qui recouvrent également les lignes de crédit et les cartes de crédit) ne sont pas disponibles pour les deux premières campagnes de l'enquête.

Les PME de la zone euro ont continué d'attribuer les difficultés d'accès au financement externe essentiellement à une nouvelle détérioration des perspectives économiques d'ensemble (- 21 %, en termes nets, après - 11 %). Par ailleurs, l'incidence des autres facteurs liés à l'accès au financement externe a été quasiment inchangée ou légèrement plus positive que lors de la précédente campagne. Le pourcentage net des PME de la zone euro faisant état d'une dégradation des perspectives propres à leur entreprise est resté inchangé, à - 1 %, tandis que les capitaux propres des PME ont continué, dans l'ensemble, d'avoir une incidence positive sur l'accès au financement externe (10 %, après 4 %). Par ailleurs, les PME ont indiqué une moindre détérioration de la propension des banques à accorder des crédits (- 2 %, contre - 11 % lors de la précédente enquête).

En phase avec la stabilisation de l'accès aux prêts bancaires, les PME de la zone euro ont également fait état, dans l'ensemble, d'une amélioration des conditions attachées aux prêts bancaires. Elles ont signalé des baisses de taux d'intérêt (- 9 %, contre + 9 % lors de la précédente enquête). S'agissant des conditions hors intérêt, elles ont mentionné, pour la période d'enquête actuelle, une hausse des montants de prêts (3 %, sans changement) et une légère augmentation des exigences en matière de garanties (29 %, après 26 %).

L'accès des grandes entreprises aux prêts bancaires a continué de s'améliorer (22 %, après 9 %), indiquant que ces dernières ont généralement bénéficié d'un accès plus facile au financement que les PME.

Des obstacles persistants au financement des PME de la zone euro

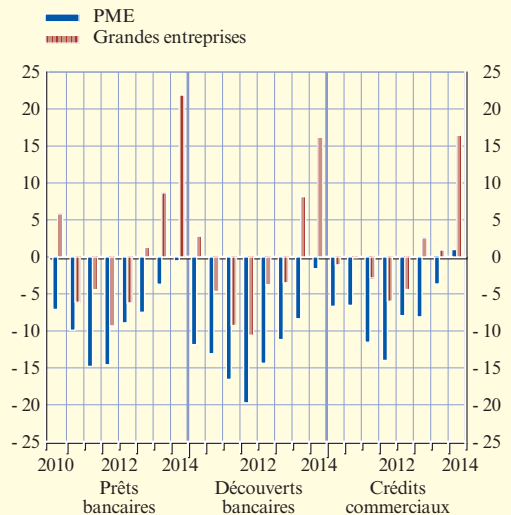
Au cours de la période d'enquête, 30 % des PME de la zone euro ont sollicité un prêt bancaire, tandis que 36 % n'ont pas présenté de demande de prêt, en raison d'une capacité d'autofinancement suffisante. Parmi les PME ayant fait une demande de prêt, 65 % ont déclaré avoir reçu une réponse positive et avoir perçu l'intégralité du montant sollicité⁴. En revanche, 13 % (contre 11 %) ont indiqué que leur demande avait été refusée, et 11 % (contre 10 %) qu'elles n'avaient perçu qu'une partie du montant sollicité (cf. graphique D).

Il est possible d'obtenir un indicateur global des obstacles au financement des PME en additionnant les pourcentages des PME dont les demandes ont été rejetées, dont les demandes n'ont été satisfaites qu'à hauteur d'un montant limité et des PME n'ayant pas accepté les offres de prêt

⁴ Lors de la précédente campagne d'enquête, 71 % des PME de la zone euro ont déclaré qu'elles avaient perçu l'intégralité du montant sollicité. Cependant, les résultats ne sont peut-être pas tout à fait comparables, dans la mesure où la question a été formulée différemment pour la campagne actuelle ; par conséquent, les résultats ont été calculés en excluant les catégories « demande de prêt en attente » et « ne sait pas ». Cf. , pour plus de détails, l'annexe du rapport mentionné dans la note de bas de page n° 1.

Graphique C Accès au financement externe des entreprises de la zone euro

(évolution au cours des six mois précédents ; en pourcentage net des entreprises ayant sollicité un financement externe)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement réalisée par la BCE et la Commission européenne.

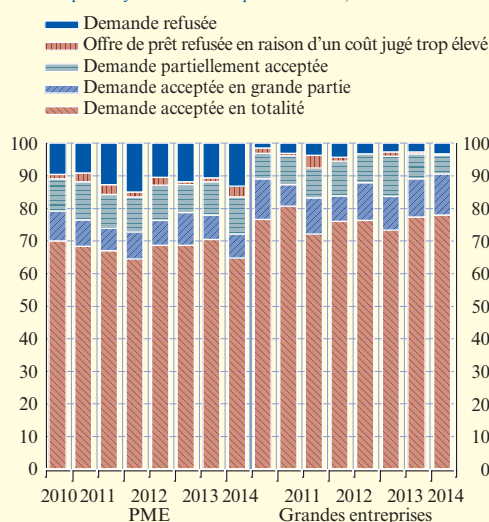
Note : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant une amélioration de l'accès et de celles déclarant une réduction de cet accès.

en raison de leur coût trop élevé, ainsi que le pourcentage de PME qui n'ont pas sollicité de prêt par crainte d'un refus (emprunteurs découragés). Cet indicateur s'est globalement détérioré, passant à 16 % après 13 % lors de la précédente campagne.

Les grandes entreprises ont eu de meilleurs résultats que les PME lorsqu'elles ont sollicité des prêts, 78 % de leurs demandes étant acceptées (après 77 %). Le taux de refus est resté inchangé, à 3 %. Selon l'indicateur global des obstacles au financement des grandes entreprises, 8 % d'entre elles ont fait état d'un refus de leurs demandes de prêts (après 7 %), indiquant que les grandes entreprises ont eu généralement un accès plus facile au financement que les PME.

Graphique D Résultats des demandes de prêts des entreprises de la zone euro

(évolution au cours des six mois précédents ; en pourcentage des entreprises ayant sollicité des prêts bancaires)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement réalisée par la BCE et la Commission européenne.

Encadré 5

LES COMPTES INTÉGRÉS DE LA ZONE EURO AU DEUXIÈME TRIMESTRE 2014 ¹

Cet encadré examine les comptes intégrés de la zone euro publiés le 27 octobre 2014 et qui couvrent les données jusqu'au deuxième trimestre 2014. Les comptes intégrés de la zone euro fournissent une information complète sur les revenus, les dépenses, le financement et les choix de portefeuille des secteurs institutionnels de la zone, ainsi que sur leurs bilans. Pour la première fois, les données des comptes financiers et non financiers auxquelles il est fait référence ci-après sont fondées sur le nouveau Système européen des comptes (SEC 10). En plus des changements méthodologiques et des révisions imputables à l'introduction de nouvelles sources de données, l'introduction du nouveau système permet des ventilations plus détaillées, par sous-secteurs, des comptes financiers des sociétés financières, ainsi que des actifs et des passifs financiers (cf. également l'encadré 8).

Résumé des principaux résultats

L'excédent extérieur de la zone euro est demeuré globalement inchangé à 2,1 % du PIB (en cumul sur quatre trimestres) au deuxième trimestre 2014, restant ainsi à son plus haut niveau depuis l'introduction de l'euro. Le niveau actuel de la capacité nette de financement de la zone euro reflète la réduction du levier d'endettement dans les bilans opérée par le secteur privé non financier et la faiblesse de la demande intérieure, ainsi que l'assainissement budgétaire ayant conduit à une réduction des déficits publics. La position extérieure nette de la zone euro s'est sensiblement améliorée, après une légère détérioration au trimestre précédent. Cette amélioration reflète essentiellement

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

la capacité nette de financement de la zone euro et, dans une mesure légèrement moindre, des plus-values découlant des variations des prix relatifs des actifs et des évolutions des taux de change.

La croissance du revenu nominal et réel des ménages s'est légèrement ralentie. Les ménages ont accru leur consommation et maintenu leur taux d'épargne à un niveau très bas. La croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel est redevenue négative, après avoir enregistré une première hausse depuis deux ans au trimestre précédent. La capacité nette de financement des sociétés non financières est restée de l'ordre de 0,5 % du PIB, continuant ainsi de fluctuer autour de ce niveau pour le sixième trimestre consécutif. La croissance des dépenses en capital fixe, qui s'est ralentie en rythme annuel, a été compensée à la fois par une modération des bénéfices non distribués et par un léger mouvement de déstockage. Les taux de marge sont demeurés très faibles. Le besoin net de financement des administrations publiques est ressorti à 2,6 % du PIB (en cumul sur quatre trimestres) contre 2,7 % au premier trimestre.

S'agissant des évolutions de l'endettement, les ratios de dette brute rapportée au PIB sont demeurés élevés pour tous les secteurs de la zone euro. De plus, ils ont augmenté pour tous les secteurs à l'exception de celui des ménages. Toutefois, la situation financière est plus favorable à l'aune des autres mesures du levier d'endettement, notamment le ratio d'endettement rapporté aux actifs, le ratio de fonds propres et celui de patrimoine net. Le ratio d'endettement des sociétés non financières s'est stabilisé au deuxième trimestre 2014, après avoir sensiblement diminué depuis mi-2013. Cette stabilisation résulte d'un renforcement du financement par endettement, compensé par une augmentation des actifs reflétant essentiellement les nouvelles plus-values dégagées sur l'ensemble des portefeuilles d'actions. Les ratios de fonds propres globaux des sociétés financières ont encore légèrement augmenté, pour atteindre des niveaux relativement élevés, qui pourraient refléter en partie les exigences prudentielles et les préparatifs en vue de l'examen de la qualité des actifs (*asset quality review* – AQR) réalisé par la BCE au troisième trimestre. Le patrimoine net des ménages a encore progressé en rythme annuel, en raison des hausses constantes des prix des titres, tandis que les moins-values sur l'immobilier s'atténuent.

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

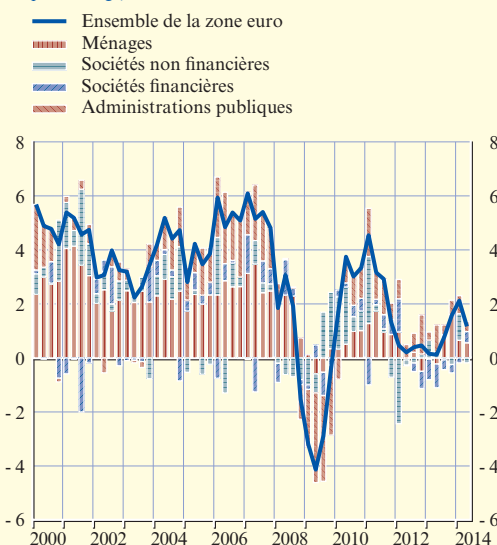
Le revenu disponible brut nominal de la zone euro a progressé de 1,2 %, en rythme annuel, au deuxième trimestre 2014, contre 2,1 % au trimestre précédent. Ce ralentissement de la progression du revenu reflète la faible croissance trimestrielle du PIB en volume au deuxième trimestre, tandis que les évolutions des prix sont restées modérées. La croissance du revenu a nettement ralenti pour les sociétés non financières (devenant négative) et, dans une moindre mesure, pour les ménages et les administrations publiques. Cependant, en rythme annuel, la croissance du revenu pour les sociétés financières est devenue positive pour la première fois depuis le premier trimestre 2012 (cf. graphique A).

L'épargne brute dans la zone euro a légèrement diminué au deuxième trimestre 2014 (en cumul sur quatre trimestres). Le taux d'épargne des ménages a légèrement fléchi, demeurant ainsi à des niveaux historiquement bas, tandis que les sociétés non financières (SNF) ont un peu réduit leurs bénéfices non distribués et que l'épargne des administrations publiques a augmenté (en cumul sur quatre trimestres). La croissance de la FBCF dans la zone euro s'est inscrite en baisse, de 2,3 % en rythme annuel au premier trimestre à - 0,2 % au deuxième trimestre. Cette évolution résulte principalement d'un ralentissement de la croissance de l'investissement des sociétés non financières, revenue à un niveau à peu près nul, en rythme annuel, et des variations de l'investissement des ménages et des administrations publiques, devenues négatives pour les deux secteurs.

La capacité nette de financement de la zone euro s'est stabilisée au deuxième trimestre, à 2,1 % du PIB en cumul sur quatre trimestres. Elle a ainsi conservé le niveau le plus élevé enregistré depuis

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

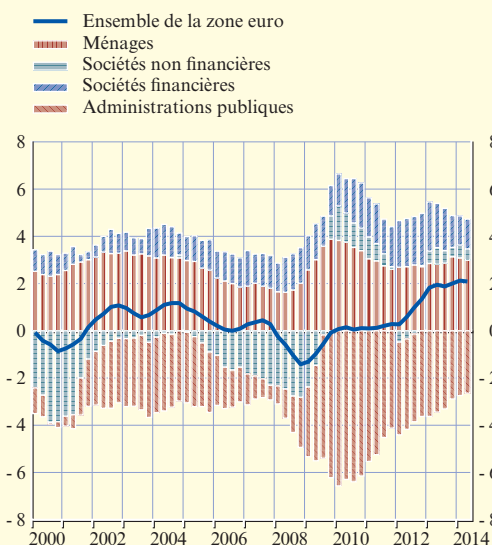
(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et BCE.

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.

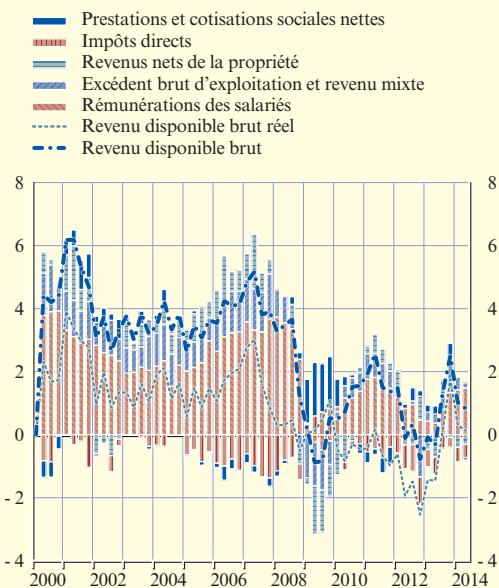
l'introduction de l'euro. D'un point de vue sectoriel, le déficit des administrations publiques s'est réduit de 0,1 point de pourcentage, à 2,6 % du PIB (en cumul sur quatre trimestres), contrebalancé par une diminution de 0,1 point de pourcentage de la capacité nette de financement des ménages, à 3,0 % du PIB (cf. graphique B). Les sociétés non financières ont affiché une capacité nette de financement pour le septième trimestre consécutif. En ce qui concerne le financement, les importantes acquisitions nettes de titres de créance et d'actions émis par les résidents de la zone euro réalisées par les non-résidents témoignent du sentiment positif des investisseurs étrangers vis-à-vis de la zone euro.

Le comportement des secteurs institutionnels

La croissance du revenu nominal des *ménages* a légèrement ralenti en rythme annuel au deuxième trimestre de l'année, par rapport au trimestre précédent (0,8 %, après 1,0 %). Les facteurs à l'origine de cette stabilité globale de la croissance du revenu des ménages ont tous peu varié. La contribution du revenu des travailleurs indépendants a été inférieure de 0,2 point de pourcentage à celle du trimestre précédent, et celle des impôts directs, des revenus nets de la propriété et des prestations sociales nettes reçues a baissé de 0,1 point de pourcentage. Dans le même temps, la contribution de la rémunération par tête a augmenté de 0,1 point de pourcentage (cf. graphique C). Dans un contexte de faible dynamique des prix, la croissance du revenu réel s'est inscrite en baisse à 0,1 %, en rythme annuel, au deuxième trimestre de l'année, après 0,3 % au trimestre précédent. La croissance de la consommation nominale s'étant encore accentuée et ayant dépassé celle du revenu, le taux d'épargne des ménages a baissé de 0,2 point de pourcentage au deuxième trimestre, s'établissant à 12,9 %, et continuant ainsi de fluctuer autour de 13 % (cf. graphique D). La croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel est devenue négative (-0,3 % en rythme annuel), après avoir enregistré une première hausse depuis deux ans au trimestre précédent. En conséquence, la capacité nette de financement des ménages a diminué en cumul sur quatre trimestres. Le financement total par les prêts des ménages est resté inchangé au deuxième trimestre 2014, le recours au crédit bancaire étant resté faible. En ce qui concerne

Graphique C Revenu disponible brut nominal des ménages

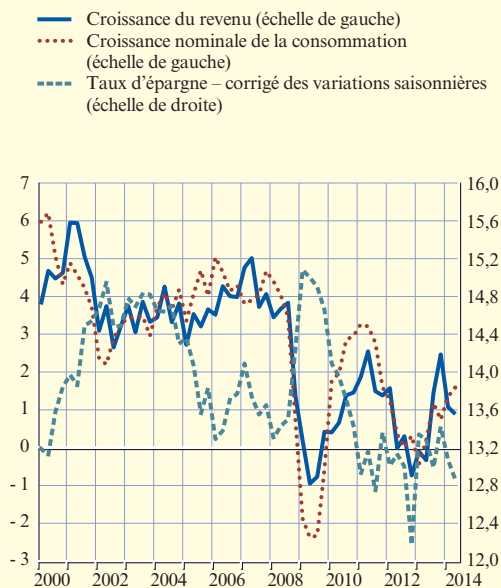
(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



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)



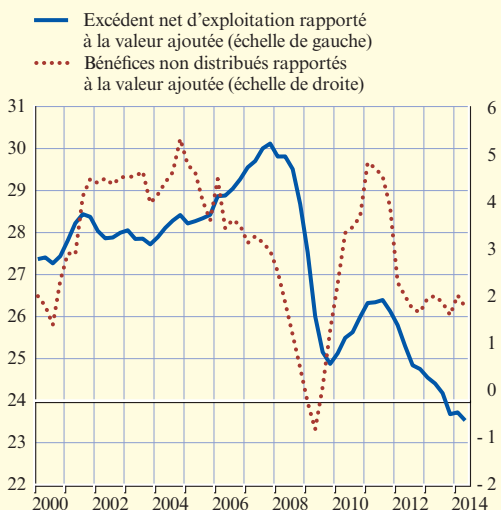
Sources : Eurostat et BCE.

les actifs, les placements financiers des ménages sont restés proches du point bas historique enregistré au trimestre précédent, reflétant la croissance toujours faible du revenu et les besoins de désendettement dans un certain nombre de pays. Les ménages continuent de placer leur épargne sous forme de dépôts, ainsi que de produits d'assurance-vie et de retraite. Dans le même temps, ils ont augmenté significativement leurs avoirs en titres d'OPCVM et réduit leurs avoirs en titres de créance et en actions détenues directement. Le ratio d'endettement des ménages a fléchi, leur patrimoine net continuant de progresser en rythme annuel (cf. graphique I). Cette dernière évolution reflète les plus-values enregistrées sur leurs portefeuilles de titres et leur épargne nette positive qui, conjointement, ont été supérieures aux moins-values (qui se modèrent) sur les actifs réels et, en particulier, sur l'immobilier avec une marge importante. Le ratio d'endettement des ménages a également légèrement diminué (cf. graphique H).

La croissance annuelle de l'excédent brut d'exploitation des SNF s'est atténuée au deuxième trimestre, la progression de la valeur ajoutée s'étant ralentie tandis que la croissance des salaires s'est stabilisée. Les taux de marge des entreprises, mesurés par l'excédent

Graphique E Taux de marge des sociétés non financières

(en pourcentage ; moyennes sur quatre trimestres)



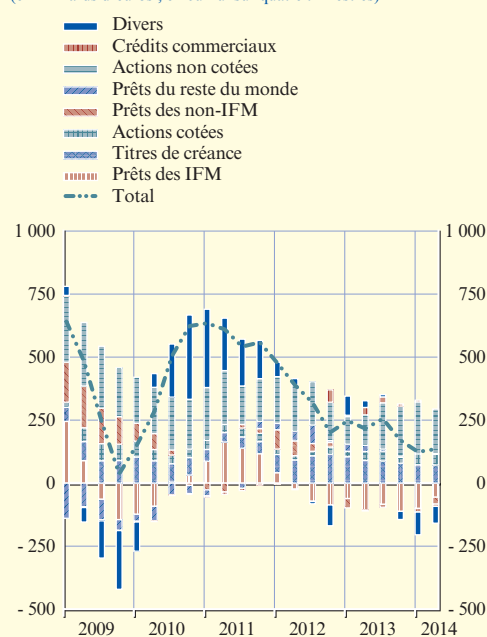
Sources : Eurostat et BCE.

net d'exploitation (c'est-à-dire net de la consommation de capital fixe) rapporté à la valeur ajoutée, ont continué de s'inscrire en légère baisse, demeurant par conséquent à des niveaux très bas (cf. graphique E). Dans le même temps, le ratio bénéfices non distribués/valeur ajoutée a continué d'évoluer autour de 2 % et ce, depuis début 2012. L'épargne des SNF (bénéfices non distribués) s'est légèrement modérée en cumul sur quatre trimestres. La nouvelle baisse des intérêts versés constitue un important facteur à l'origine de cette évolution. La croissance de la FBCF est revenue à 0,2 % en rythme annuel, enregistrant une variation positive pour le quatrième mois de suite. La capacité nette de financement des SNF est demeurée globalement inchangée, à des niveaux modérément positifs. Le fléchissement des bénéfices non distribués et la réduction des stocks ont contrebalancé dans une certaine mesure le ralentissement de la FBCF. Le recours au financement externe des SNF s'est légèrement accentué au deuxième trimestre 2014 (cf. graphique F), principalement en raison de l'augmentation des prêts bancaires consentis aux entreprises. Dans le même temps, les émissions nettes de titres de créance et d'actions cotées par les SNF se sont maintenues à des niveaux élevés, soutenues par la baisse des rendements des obligations d'entreprise et la confiance des investisseurs. Les émissions nettes d'actions non cotées et autres titres de participation sont en revanche demeurées atones pour le deuxième trimestre de suite. Cette situation résulte en partie de la poursuite du transfert hors zone euro par les sociétés multinationales étrangères de leurs bénéfices non distribués, qui sont initialement enregistrés, par convention statistique, dans cette rubrique au bilan des entreprises. Les crédits commerciaux et les prêts inter-entreprises sont demeurés faibles. L'atonie du financement intra-sectoriel peut s'expliquer par une utilisation plus importante des bénéfices non distribués et des dépôts détenus par les entreprises afin de financer leurs fonds de roulement, dans un contexte d'incertitude élevée en ce qui concerne la vigueur de la reprise économique sur le plan tant interne que mondial. Les prêts des entités étrangères se sont à nouveau légèrement renforcés par rapport au trimestre précédent, signe que les entreprises ont continué d'émettre des obligations indirectement *via* des conduits résidents hors zone euro, dans un contexte de forte demande de titres de la zone euro. Cela étant, les prêts des non-IFM sont demeurés faibles. Les coussins de liquidité des SNF sont demeurés globalement inchangés à des niveaux élevés (2 700 milliards d'euros soit environ un quart du PIB nominal annuel). Le ratio d'endettement s'est stabilisé après avoir reculé de 3,5 points de pourcentage depuis mi-2013 (cf. graphique H). Cette stabilisation résulte du renforcement du financement par endettement, compensé par une augmentation des actifs essentiellement liée aux nouvelles plus-values dégagées sur l'ensemble des portefeuilles d'actions.

Le besoin net de financement du secteur des *administrations publiques* s'est inscrit en baisse (en cumul sur quatre trimestres), revenant de 2,7 % au premier trimestre à 2,6 % au deuxième trimestre. Hors transferts en capital vers les sociétés financières, le besoin net de financement est resté

Graphique F Financement externe des sociétés non financières

(en milliards d'euros ; en cumul sur quatre trimestres)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Prêts des IFM et des non-IFM (autres intermédiaires financiers et sociétés d'assurance et fonds de pension) corrigés des cessions et des titrisations. « Divers » représente la différence entre le total et les instruments inclus dans le graphique.

globalement inchangé. La croissance annuelle des recettes ainsi que des dépenses s'est ralentie par rapport au premier trimestre. S'agissant des premières, les recettes de la fiscalité directe des entreprises ont été moins élevées qu'un an auparavant, comme presque toutes les composantes des recettes hors impôts. Du côté des dépenses, la FBCF a été particulièrement faible (- 2,1 % en rythme annuel). La progression de la consommation publique est restée inchangée (1,6 % en rythme annuel).

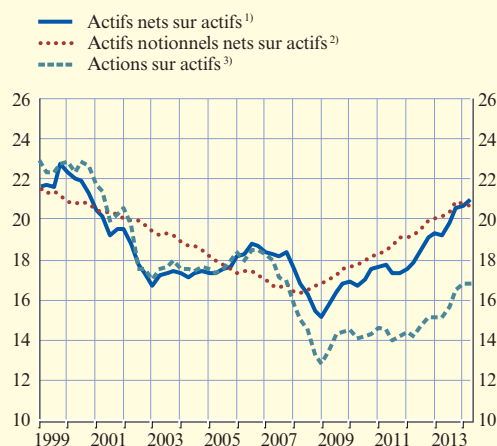
Le revenu brut d'entreprise des *sociétés financières*, qui est demeuré stable au premier trimestre, a renoué au deuxième trimestre avec la tendance baissière soutenue initiée mi-2011 (avec une croissance annuelle de -6,0 %). Ce recul reflète la légère modération de la valeur ajoutée, cette catégorie de revenu étant toutefois la seule qui affiche encore une croissance positive (4,2 %), une amélioration de la rémunération des salariés (qui a fléchi de -0,2 %, par rapport à -1,0 % au trimestre précédent) et une réduction des dividendes reçus (-5,0 %). Les bénéfices non distribués se sont néanmoins inscrits en forte hausse, de 20,6 % en rythme annuel, soit le premier résultat positif enregistré depuis début 2012. Cette évolution est liée à une forte diminution des dividendes versés (-18,7 %), qui interrompt la tendance haussière récemment observée d'une redistribution des profits aux actionnaires sous forme de dividendes. L'accroissement des bénéfices non distribués, conjugué à d'importantes plus-values sur actifs, a conduit à une augmentation des ratios de fonds propres globaux. Cette hausse des bénéfices non distribués reflète probablement en partie les préparatifs en vue de l'AQR réalisé au troisième trimestre. Dans le même temps, les émissions d'actions ont continué d'apporter une contribution négative à la constitution de coussins de sécurité, traduisant partiellement le désinvestissement en conduits financiers, ce qui a entraîné une légère baisse des fonds propres mesurés sur la base des transactions (cf. graphique G). La valeur boursière de ce secteur reste nettement inférieure à la valeur de marché des actifs nets, reflétant la défiance persistante des marchés. Les placements financiers des sociétés financières (hors prêts et dépôts entre IFM) se sont légèrement redressés, leur taux de croissance annuel demeurant toutefois inférieur à 1 %.

Les évolutions des bilans

En liaison avec les évolutions de l'endettement, les ratios de dette brute rapportée au PIB ont continué de s'inscrire en hausse tant pour les administrations publiques que pour le secteur financier au deuxième trimestre 2014, par rapport à des niveaux déjà élevés. L'endettement des SNF s'est également accru par rapport au trimestre précédent, après avoir reculé sans interruption depuis mi-2012. Le ratio d'endettement des ménages est resté inchangé. Le tableau est toutefois plus favorable si l'on examine les autres mesures du levier d'endettement, comme les ratios dette/actifs et de patrimoine net. Les ratios dette/actifs (tant financiers que non financiers) ont encore baissé pour le secteur privé, bien que de façon marginale seulement et ce, pour l'ensemble

Graphique G Ratios de fonds propres des institutions financières hors OPCVM

(en pourcentage du total des actifs)



Sources : Eurostat et BCE.

1) L'ensemble des actifs et des passifs sont valorisés en valeur de marché.

2) Calculé sur la base du cumul des transactions sur actifs nets et sur actifs, c'est-à-dire hors plus ou moins-values sur actifs et passifs.

3) Les « actions » sont constituées des « actions et autres participations » hors OPCVM. Les dépôts interbancaires et les financements de l'Eurosystème sont déduits des actifs et des passifs.

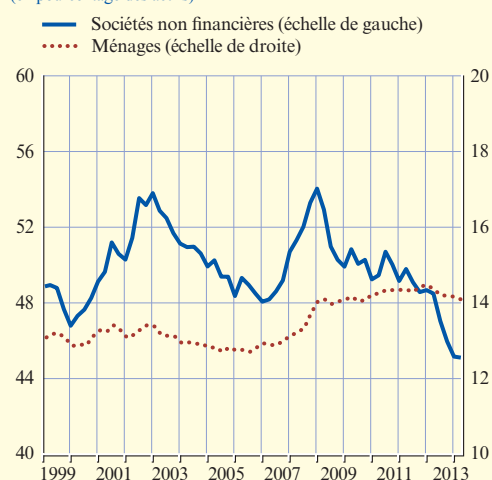
des sous-secteurs. L'endettement du secteur des administrations publiques a continué de s'inscrire en hausse. La position extérieure² de la zone euro a affiché une nette amélioration au deuxième trimestre 2014, à - 15,3 % du PIB, après - 18,1 % au trimestre précédent. Cette amélioration reflète essentiellement la capacité nette de financement de la zone euro et, dans une mesure légèrement moindre, des plus-values découlant des variations des prix relatifs des actifs et des évolutions des taux de change.

Le ratio dette/actifs des SNF s'est stabilisé à 45,1 % au deuxième trimestre 2014, après avoir constamment fléchi, de 3,5 points de pourcentage, depuis mi-2013 (cf. graphique H). Ce ratio s'établit maintenant 9 points de pourcentage au-dessous du point haut atteint début 2009 (cf. graphique H). Cette stabilisation résulte d'un renforcement du financement par endettement, compensé par une augmentation des actifs reflétant essentiellement les nouvelles plus-values dégagées sur l'ensemble des portefeuilles d'actions. Le patrimoine net des ménages a continué de se redresser, s'inscrivant de nouveau en hausse en rythme annuel (16,2 % de leur revenu annuel ; cf. graphique I). Cette amélioration reflète les plus-values sur les portefeuilles financiers des ménages (s'élevant à 11,7 % de leur revenu), résultant des hausses observées des cours des actions et des obligations. L'épargne nette des ménages a également contribué à la hausse de leur patrimoine net (5,7 % de leur revenu). Les plus-values sur les actifs financiers et une épargne nette positive ont globalement dépassé avec une marge confortable les moins-values (- 1,2 % de leur revenu) sur les actifs non financiers (immobiliers). Les ratios de fonds propres globaux des sociétés financières se sont à nouveau inscrits en hausse, pour s'établir à des niveaux relativement élevés (cf. graphique G). Ces évolutions pourraient refléter en partie les exigences prudentielles et les préparatifs en vue de l'AQR réalisé au troisième trimestre.

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

Graphique H Levier d'endettement par secteur

(en pourcentage des actifs)

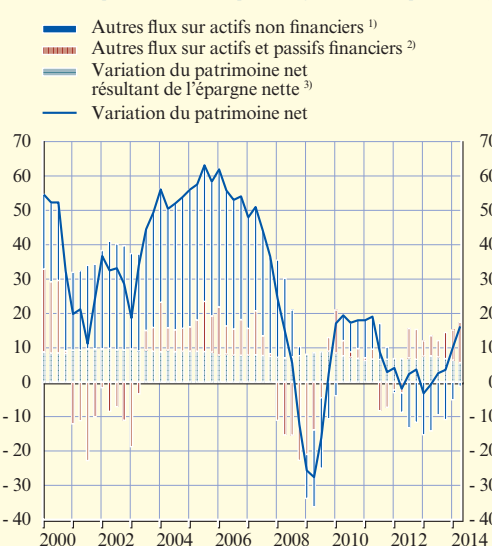


Sources : Eurostat et BCE.

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 I Variation du patrimoine net des ménages

(sommes 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 (y compris 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.

3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,4 % en octobre 2014, après 0,3 % en septembre. Par rapport au mois précédent, cette évolution reflète essentiellement une contribution légèrement moins négative des prix de l'énergie et des hausses annuelles légèrement plus fortes des prix des produits alimentaires. La baisse des prix des produits industriels a été partiellement contrebalancée par une accentuation de la hausse des prix des services. D'après les informations actuelles et les prix des contrats à terme pour l'énergie, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir autour des faibles niveaux actuels au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016. C'est également le scénario envisagé par les dernières prévisions des institutions privées et publiques, qui intègrent désormais la forte baisse récente des prix du pétrole.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme feront l'objet d'un suivi attentif, en particulier les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des variations des taux de change et des prix de l'énergie et la transmission des mesures de politique monétaire.

3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

Selon les données les plus récentes, sur la base de l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,4 % en octobre 2014, après 0,3 % en septembre. Cette évolution reflète une augmentation des taux de variation annuels des composantes énergie, produits alimentaires non transformés et services, qui a été partiellement contrebalancée par un ralentissement de la variation annuelle des composantes produits manufacturés hors énergie et produits alimentaires transformés (cf. tableau 7 et graphique 21). Cela étant, hors énergie et produits alimentaires, l'IPCH est ressorti en baisse à 0,7 % en octobre, après 0,8 % en septembre.

Si l'on examine plus en détail les principales composantes de l'IPCH, l'estimation rapide d'Eurostat fait ressortir une variation annuelle moins négative des prix de l'énergie (-1,8 % en octobre, contre -2,3 % en septembre). Le principal facteur à l'origine de cette évolution a été un important effet de base haussier, qui a plus que contrebalancé une baisse des prix relativement forte en rythme mensuel, de 0,7 %. Depuis août 2013, les prix de l'énergie ont enregistré majoritairement des rythmes annuels de variation négatifs.

Tableau 7 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

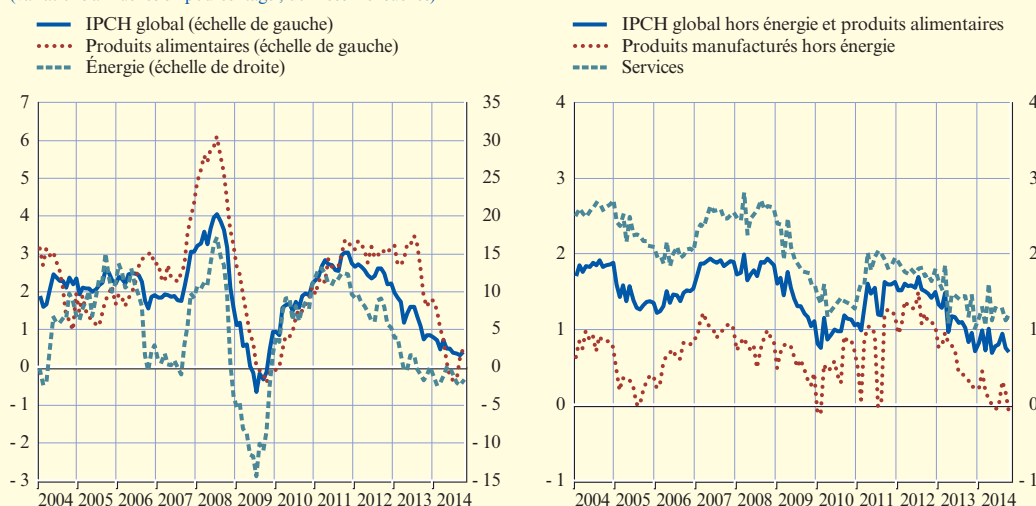
	2012	2013	2014 Mai	2014 Juin	2014 Juillet	2014 Août	2014 Sept.	2014 Oct.
IPCH et composantes ¹⁾								
Indice global	2,5	1,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4
Énergie	7,6	0,6	0,0	0,1	-1,0	-2,0	-2,3	-1,8
Produits alimentaires	3,1	2,7	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	0,3	0,5
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	-2,1	-2,8	-2,6	-2,4	-0,9	-0,1
Produits alimentaires transformés	3,1	2,2	1,5	1,4	1,1	1,0	1,0	0,8
Produits manufacturés hors énergie	1,2	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1
Services	1,8	1,4	1,1	1,3	1,3	1,3	1,1	1,2
Autres indicateurs de prix								
Prix à la production	2,8	-0,2	-1,1	-0,9	-1,3	-1,4	-1,4	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	86,6	81,7	79,4	82,3	79,9	77,6	76,4	69,5
Cours des matières premières hors énergie	-5,2	-8,0	-6,9	-4,2	-4,8	-4,2	-4,6	-2,7

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 en octobre 2014 se rapporte aux estimations rapides d'Eurostat.

Graphique 21 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Pour l'ensemble de la composante produits alimentaires, qui intègre les produits transformés et non transformés, l'estimation rapide d'Eurostat fait ressortir une nouvelle augmentation du taux de variation annuel, à 0,5 %, après 0,3 % en septembre. Ce résultat masque des évolutions de sens opposé pour les prix des produits alimentaires non transformés et transformés. Comme on pouvait s'y attendre avec la dissipation de l'effet baissier dû aux conditions météorologiques, la tendance baissière enregistrée par les prix des produits alimentaires non transformés s'est inversée, faisant place à une augmentation de 2,7 points de pourcentage entre juin et octobre, la variation s'établissant à -0,1 % en octobre. La hausse des prix des produits alimentaires transformés, en revanche, continue de s'atténuer depuis le début de l'année, ressortant à 0,8 % en octobre, après 1,0 % en septembre.

La progression annuelle de l'IPCH hors les composantes volatiles que sont les produits alimentaires et l'énergie s'est ralentie pour le deuxième mois de suite, de 0,8 % en septembre à 0,7 % en octobre. Cette évolution reflète la baisse du taux de variation annuel des prix des produits manufacturés hors énergie (de 0,2 % en septembre à -0,1 % en octobre), qui a été partiellement contrebalancée par une augmentation du taux de variation annuel des prix des services (de 1,1 % en septembre à 1,2 % en octobre).

Le maintien de la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie et des services à de faibles niveaux reflète la relative faiblesse de la demande des consommateurs, la faible capacité des entreprises à imposer leurs prix, les évolutions modestes des salaires et les effets décalés de l'appréciation de l'euro jusqu'en mai 2014. Pour l'heure, les effets indirects de la récente baisse des cours du pétrole ne se sont pas répercutés de manière significative sur les prix à la consommation hors énergie, ces effets ayant tendance à se faire sentir plus lentement que les effets directs sur la composante énergie. En outre, ils pourraient, dans une certaine mesure, être contrebalancés par la récente dépréciation de l'euro. Le niveau de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (0,7 % en octobre) demeure relativement stable depuis fin 2013, avec des taux oscillant entre 0,7 % et 1,0 %, ce qui est cohérent avec l'accélération actuellement modérée de la croissance économique.

3.2 PRIX À LA PRODUCTION

La variation globale des prix à la production dans l'industrie (hors construction) est restée stable, à -1,4 % en septembre 2014 (cf. tableau 7 et graphique 22). Hors construction et énergie, la variation des prix à la production dans l'industrie est également demeurée inchangée à -0,2 % en septembre.

Les tensions sur la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH se sont atténuées. La croissance des prix à la production des biens de consommation non alimentaires est ressortie en baisse à 0,2 % en septembre, après 0,3 % en août. En amont de la chaîne des prix, les tensions à la baisse liées à des facteurs internes sont redevenues légèrement plus fortes, comme le montrent les taux de variation annuels plus faibles de l'indice des prix à la production des biens intermédiaires. Les tensions résultant de facteurs externes ont enregistré des évolutions contrastées. Alors que le taux de variation annuel des cours du pétrole brut libellés en euros a encore fléchi, celui des prix des matières premières industrielles est demeuré inchangé, affichant une valeur positive pour le deuxième mois de suite.

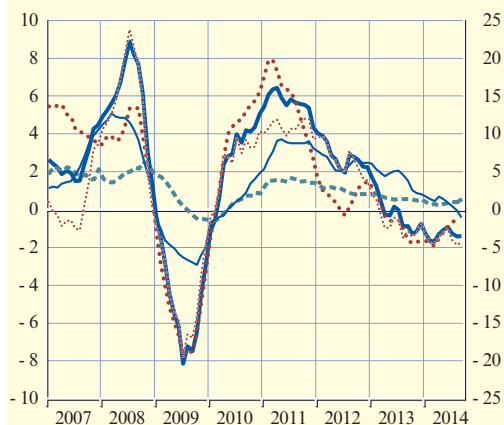
Les tensions sur la composante produits alimentaires de l'IPCH se sont encore atténuées tant en amont qu'en aval de la chaîne des prix. La croissance des prix à la production dans le secteur des biens de consommation alimentaires est revenue à -0,9 % en septembre, après -0,4 % en août (sous l'effet essentiellement des prix dans les secteurs de la transformation de la viande et des produits laitiers). En amont de la chaîne des prix, les tensions ont continué de s'atténuer, le taux de variation annuel des prix agricoles à la production dans l'UE s'avérant plus négatif, une incidence à la hausse pouvant cependant être associée à la récente remontée du taux de croissance annuel des cours internationaux des matières premières alimentaires en euros.

D'un point de vue sectoriel, les derniers résultats d'enquêtes, qui correspondent aux données de l'indice des directeurs d'achat pour octobre, ne laissent pas augurer de modifications des perspectives d'inflation faible au cours des prochains mois. L'indice des prix des consommations intermédiaires

Graphique 22 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

- Ensemble de l'industrie hors construction (échelle de gauche)
- Biens intermédiaires (échelle de gauche)
- Biens d'équipement (échelle de gauche)
- Biens de consommation (échelle de gauche)
- Énergie (échelle de droite)

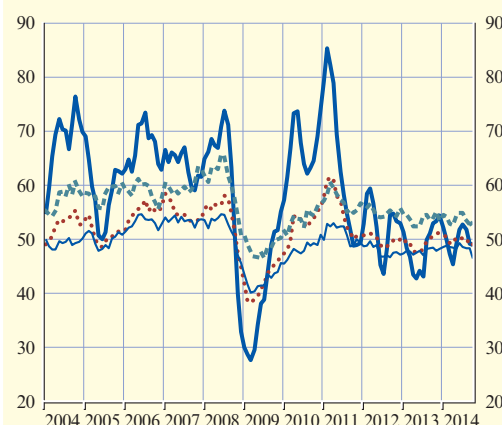


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

(indices de diffusion ; données mensuelles)

- Industrie manufacturière ; prix des consommations intermédiaires
- Industrie manufacturière ; prix facturés
- Services ; prix des consommations intermédiaires
- Services ; prix facturés



Source : Markit.

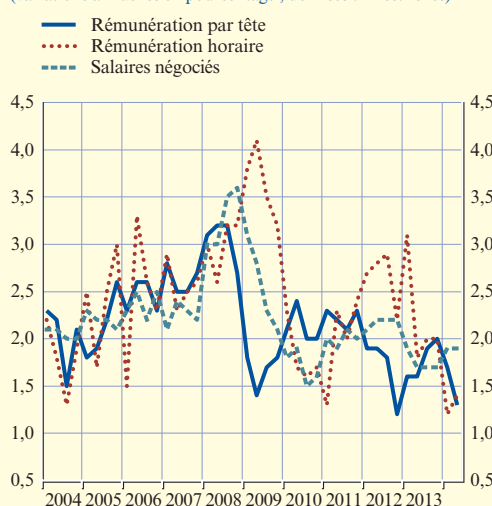
Note : Une valeur d'indice supérieure à 50 indique une hausse des prix, tandis qu'une valeur inférieure à 50 signale une baisse.

dans le secteur manufacturier a encore fléchi, tandis que l'indice des prix facturés s'est amélioré, continuant néanmoins d'indiquer une légère baisse des prix. En ce qui concerne le secteur des services, l'indice des prix des consommations intermédiaires a augmenté, tandis que celui des prix facturés s'est inscrit en baisse, indiquant que les prix ont fléchi plus rapidement. Tous les sous-indices continuent de fluctuer aux alentours du seuil de 50 indiquant une variation positive des prix, en dessous de leur moyenne de long terme (cf. graphique 23).

Selon l'enquête de la Commission européenne, les anticipations relatives aux prix de vente pour l'industrie (hors construction) et le secteur des services sont ressorties en hausse en octobre, se maintenant toutefois autour de niveaux inférieurs à leurs moyennes de long terme.

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.

3.3 INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

Les données les plus récentes relatives aux coûts de main-d'œuvre confirment le caractère toujours modéré des tensions d'origine interne sur les prix (cf. tableau 8 et graphique 24). Au deuxième trimestre 2014, la croissance annuelle des salaires, mesurée par la rémunération par tête, s'est ralentie à l'échelle de la zone euro, alors que, mesurée par heure travaillée, elle a augmenté. Le profil d'évolution de la hausse des salaires à l'échelle de la zone continue de masquer d'importantes divergences d'un pays à l'autre.

Le taux de variation annuel de la rémunération par tête a fléchi au deuxième trimestre 2014, s'établissant à 1,3 % contre 1,7 % au premier trimestre. Cette évolution est essentiellement attribuable à la moindre contribution du secteur industriel (cf. graphique 25). La hausse des salaires, mesurée par la rémunération horaire, s'est accentuée, ressortant à 1,4 % au deuxième trimestre 2014, contre 1,2 % le trimestre précédent. La divergence entre ces deux indicateurs a été liée à une progression annuelle du nombre d'heures travaillées par salarié plus faible qu'au trimestre précédent. Dans le même temps, sous l'effet d'un ralentissement brutal de la productivité du travail, le taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre a atteint 0,9 % au deuxième trimestre 2014.

Tableau 8 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

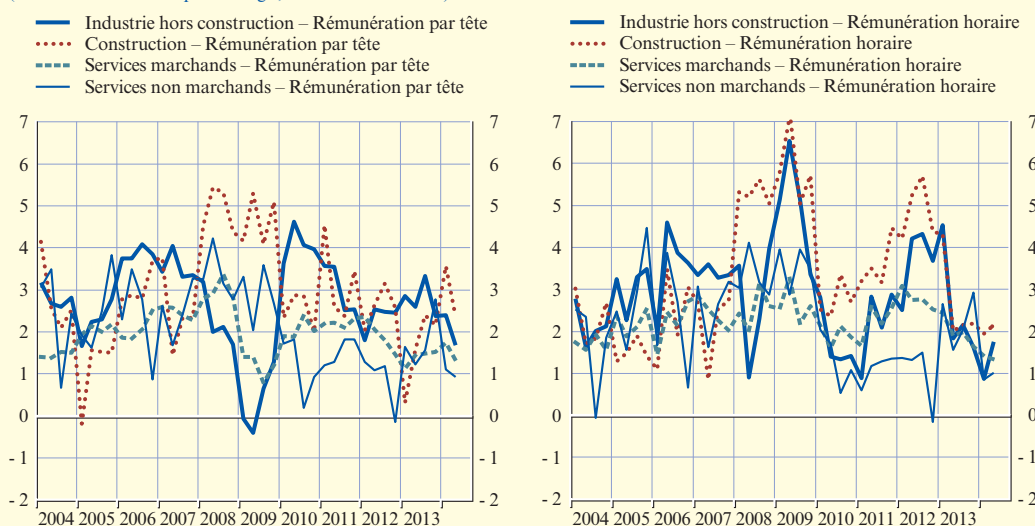
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2012	2013	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 T2
Salaires négociés	2,2	1,8	1,7	1,7	1,7	1,9	1,9
Rémunération par tête	1,7	1,7	1,6	1,9	2,0	1,7	1,3
Rémunération horaire	2,7	2,2	1,8	2,0	2,0	1,2	1,4
<i>Pour mémoire :</i>							
Productivité du travail	-0,2	0,3	0,4	0,5	0,8	1,0	0,4
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,9	1,4	1,2	1,4	1,2	0,7	0,9

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE.

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

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE.

Notes : Les « services non marchands » recouvrent les activités des administrations publiques et des institutions sans but lucratif dans des domaines tels que les services généraux des administrations publiques, l'éducation et la santé (soit approximativement la somme des sections O à Q de la ventilation NACE Révision 2). Les « services marchands » se définissent comme le reliquat par rapport au total des services (sections G à U de la ventilation NACE Révision 2).

Les salaires négociés dans la zone euro ont progressé à un rythme annuel de 1,9 % au deuxième trimestre, soit un taux nettement plus élevé que dans le cas de la rémunération par tête. Les données provisoires relatives aux salaires négociés pour le troisième trimestre 2014 indiquent un léger ralentissement du taux de croissance annuel par rapport au deuxième trimestre.

3.4 PRÉVISIONS D'INFLATION

D'après les informations actuelles et les prix en vigueur des contrats à terme pour l'énergie, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir autour des faibles niveaux actuels au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016. C'est également le scénario envisagé par les prévisions les plus récentes des institutions privées et publiques, qui intègrent désormais la forte baisse récente des prix du pétrole.

L'orientation accommodante de la politique monétaire étayera l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et à long terme à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %.

La dernière enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels montre que, par rapport à la précédente campagne d'enquête, les prévisionnistes ont revu à la baisse leurs anticipations d'inflation pour 2014, 2015 et 2016, à, respectivement, 0,5 %, 1,0 % et 1,4 %, soit une révision à la baisse comprise entre 0,1 point de pourcentage et 0,2 point de pourcentage pour chaque année par rapport à la précédente campagne d'enquête (cf. encadré 6). L'estimation ponctuelle moyenne des anticipations à plus long terme relatives à l'inflation s'établit à 1,8 %, ce qui représente une baisse de 0,06 point de pourcentage par rapport à la précédente campagne d'enquête.

L'encadré 7 examine les révisions à la baisse apportées récemment aux projections relatives à la hausse de l'IPCH de la zone euro par différentes organisations internationales et divers organismes privés et analyse les facteurs possibles permettant d'expliquer cette évolution.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme feront l'objet d'un suivi attentif, en particulier les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des variations des taux de change et des prix de l'énergie et la transmission des mesures de politique monétaire.

Encadré 6

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

Cet encadré présente les résultats de la campagne d'enquête du quatrième trimestre 2014 auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) menée par la BCE entre le 16 et le 23 octobre 2014 et pour laquelle 61 réponses ont été reçues¹. Par rapport à la précédente campagne d'enquête, les anticipations d'inflation ont de nouveau été légèrement revues à la baisse, la correction étant comprise entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage. Elles s'établissent actuellement à 0,5 % pour 2014, 1,0 % pour 2015 et 1,4 % pour 2016. Les anticipations d'inflation à long terme ont été révisées à la baisse de 0,06 point de pourcentage pour ressortir à 1,80 %. Les anticipations relatives à la croissance du PIB en volume ont fait l'objet d'une révision à la baisse comprise entre 0,2 et 0,3 point de pourcentage et s'établissent désormais à 0,8 % pour 2014, 1,2 % pour 2015 et 1,5 % pour 2016. Les anticipations concernant le chômage sont restées stables à court terme, mais ont été légèrement revues à la hausse pour les horizons à plus long terme.

Nouvelle révision à la baisse des anticipations d'inflation pour la période 2014-2016

Les estimations ponctuelles moyennes de l'EPP relatives à l'inflation s'établissent à 0,5 % pour 2014, 1,0 % pour 2015 et 1,4 % pour 2016 (cf. tableau). Le faible niveau actuel de l'inflation est jugé comme étant le résultat d'une conjonction de facteurs externes (principalement la baisse des cours du pétrole, les prix bas à l'importation et l'effet décalé de l'appréciation antérieure de l'euro) et internes (d'importantes capacités excédentaires et un rééquilibrage dans certains pays de la zone euro). Plusieurs évolutions peuvent expliquer l'accélération attendue de l'inflation, notamment la poursuite de la croissance économique, quoique à un rythme modéré, la récente dépréciation de l'euro et une politique monétaire favorable, ainsi qu'une stabilisation attendue, et même une légère hausse, des cours du pétrole.

Par rapport à la précédente campagne d'enquête réalisée au troisième trimestre 2014, les révisions à la baisse ont été comprises entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage pour la période 2014-2016. Ces révisions ont été généralisées, 85 % des participants à l'enquête ayant abaissé leurs prévisions pour 2014 et 2015, et 60 % pour 2016. Le recul des cours du pétrole et l'activité économique plus faible que prévu sont les principaux facteurs cités comme étant à l'origine des révisions à la baisse. En revanche, la dépréciation de l'euro a été évoquée comme un facteur les contrebalançant.

Globalement, la trajectoire attendue de l'inflation pour la période 2014-2016 ressortant de l'EPP pour le quatrième trimestre 2014 est légèrement plus faible (0,1 point de pourcentage) par rapport à la

¹ L'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 la BCE, 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 T4 2014	0,5	1,0	1,4	1,8
EPP précédente (T3 2014)	0,7	1,2	1,5	1,9
Projections macroéconomiques de la BCE (septembre 2014)	0,6	1,1	1,4	–
Consensus économique (octobre 2014)	0,5	1,0	1,3	1,9
Baromètre de la zone euro (octobre 2014)	0,5	1,0	1,3	1,8
Croissance du PIB en volume	2014	2015	2016	Long terme ¹⁾
EPP T4 2014	0,8	1,2	1,5	1,7
EPP précédente (T3 2014)	1,0	1,5	1,7	1,8
Projections macroéconomiques de la BCE (septembre 2014)	0,9	1,6	1,9	–
Consensus économique (octobre 2014)	0,8	1,2	1,5	1,6
Baromètre de la zone euro (octobre 2014)	0,8	1,2	1,6	1,6
Taux de chômage ²⁾	2014	2015	2016	Long terme ¹⁾
EPP T4 2014	11,6	11,3	10,9	9,5
EPP précédente (T3 2014)	11,6	11,3	10,8	9,4
Projections macroéconomiques de la BCE (septembre 2014)	11,6	11,2	10,8	–
Consensus économique (octobre 2014)	11,6	11,3	–	–
Baromètre de la zone euro (octobre 2014)	11,6	11,3	11,0	10,3

1) Les anticipations à plus long terme se rapportent à 2019 (2018 pour le Baromètre de la zone euro).

2) En pourcentage de la population active.

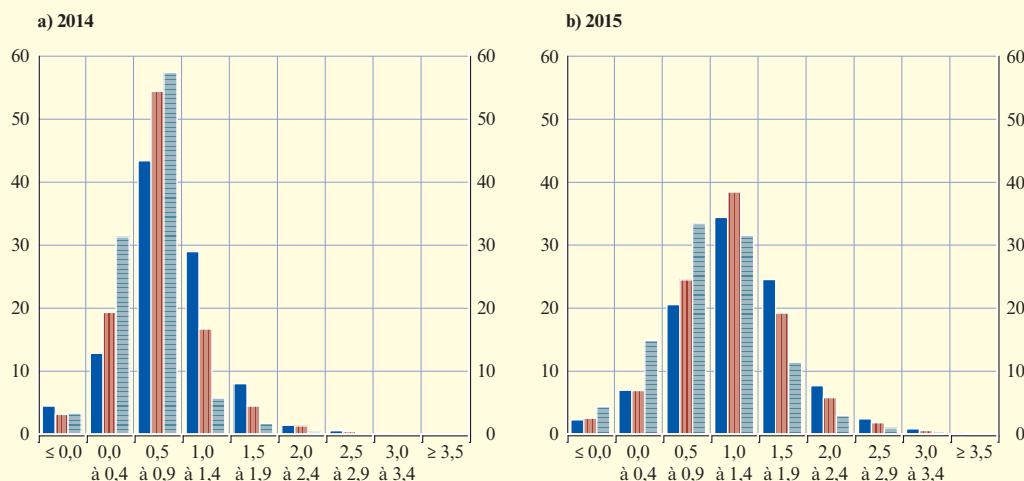
prévision ressortant de l'exercice de projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE, tandis que les anticipations de l'EPP pour 2014 et 2015 sont totalement conformes à celles des enquêtes d'octobre 2014 du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro.

S'agissant des distributions de probabilités agrégées relatives aux taux d'inflation attendus en 2014-2016, les moyennes se sont de nouveau déplacées vers le bas par rapport à la précédente campagne d'enquête (cf. graphique A). Même si le résultat le plus probable (modal) est demeuré dans le même intervalle pour 2014 (à savoir 0,5 %-0,9 %), il s'est déplacé vers le bas pour 2015

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)

■ EPP T2 2014
 ■ EPP T3 2014
 ■ EPP T4 2014



Source : BCE.

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

(à 0,5 %-0,9 %) et pour 2016 (à 1,0 %-1,4 %). Selon les participants à l'enquête, la probabilité que l'inflation demeure inférieure à 1 % en 2015 et en 2016 est élevée (53 % et 28 %, respectivement), tandis que la probabilité d'une inflation négative reste faible, ressortant à 3 % pour 2014, 4 % pour 2015 et 2,3 % pour 2016.

La comparaison entre la moyenne estimée de la distribution de probabilités agrégées et la moyenne des estimations ponctuelles laisse penser que les risques pesant sur le scénario de référence pour les perspectives d'inflation sont généralement perçus comme orientés à la baisse, la tendance allant en s'accroissant sur l'horizon de prévision². Selon les commentaires qualitatifs, les risques à la baisse sont principalement liés aux cours du pétrole, à l'atonie de l'activité économique et à la possibilité d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation. Le taux de change de l'euro et les mesures de politique monétaire sont toutefois cités comme sources de risque à la hausse.

Légère révision à la baisse des anticipations d'inflation pour 2019

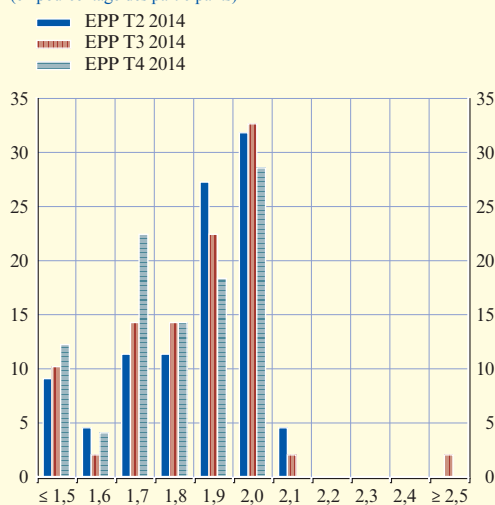
L'estimation ponctuelle moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme (à cinq ans – 2019) a fléchi de 0,06 point de pourcentage (mesurée à deux décimales) ressortant à 1,80 % contre 1,86 % dans l'enquête précédente. Parmi un panel équilibré de participants ayant répondu aux deux dernières campagnes d'enquête (41 des 49 participants ayant fourni des anticipations à long terme dans cette enquête), quatre d'entre eux ont révisé leurs anticipations à long terme à la hausse, sept les ont revues à la baisse et trente les ont laissées inchangées. La médiane des estimations ponctuelles a également baissé, revenant à 1,8 %, même si le plus fort pourcentage de réponses (29 %) a continué d'être associé à une estimation ponctuelle de 2,0 % (cf. graphique B).

Les anticipations d'inflation à plus long terme ressortant de l'EPP sont conformes aux dernières prévisions pour 2018 publiées dans l'enquête d'octobre 2014 du Baromètre de la zone euro et inférieures de 0,1 point de pourcentage à celles pour 2019 ressortant de l'enquête d'octobre 2014 du Consensus économique.

La distribution des probabilités agrégées s'est déplacée vers le bas par rapport à la campagne d'enquête précédente. La probabilité que l'inflation soit égale ou supérieure à 2,0 % est revenue à 32 % contre 36 % au troisième trimestre 2014, tandis que la probabilité qu'elle soit inférieure à 1 % a augmenté, s'établissant à 12 %, après 11 % lors de la précédente enquête. La probabilité de taux d'inflation négatifs est restée faible, à 1,2 %, après 0,9 %. En moyenne, la balance des risques entourant l'estimation ponctuelle d'inflation à plus long terme est considérée comme orientée à la baisse (comme au cours des quatre dernières années), la moyenne estimée de la distribution de probabilités agrégées s'établissant autour de 1,7 %, pour une estimation ponctuelle moyenne de 1,8 %.

Graphique B Distribution transversale des estimations d'inflation ponctuelles à plus long terme (à cinq ans)

(en pourcentage des participants)



Source : BCE.

² 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. 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.

La divergence de vues entre les participants s'agissant de leurs anticipations d'inflation à plus long terme, mesurée par l'écart-type de leurs estimations ponctuelles, s'est atténuée par rapport à la précédente campagne d'enquête. L'incertitude agrégée qui entoure les anticipations d'inflation à long terme, mesurée par l'écart-type de la distribution des probabilités agrégées, a également diminué (cf. graphique C).

Baisse des anticipations relatives à la croissance du PIB en volume sur tous les horizons

Par rapport à la précédente campagne d'enquête, l'estimation ponctuelle moyenne relative à la croissance du PIB en volume a fléchi de 0,2 point de pourcentage pour 2014, à 0,8 %, et de 0,3 % pour 2015, à 1,2 %. La prévision correspondante pour 2016 a diminué de 0,2 point de pourcentage, ressortant à 1,5 % (cf. tableau). Ces révisions à la baisse ont été généralisées : pour 2014 et 2015, quelque 90 % des participants ont revu leurs prévisions à la baisse par rapport à la précédente campagne d'enquête, et les deux tiers pour 2016.

Selon les commentaires qualitatifs des participants, les révisions à la baisse pour 2014 s'expliquent par des chiffres décevants concernant la croissance du PIB au deuxième trimestre, ainsi que par la faiblesse persistante de la confiance des chefs d'entreprise dans certains pays de la zone euro et par des perspectives plus pessimistes pour les principaux marchés à l'exportation.

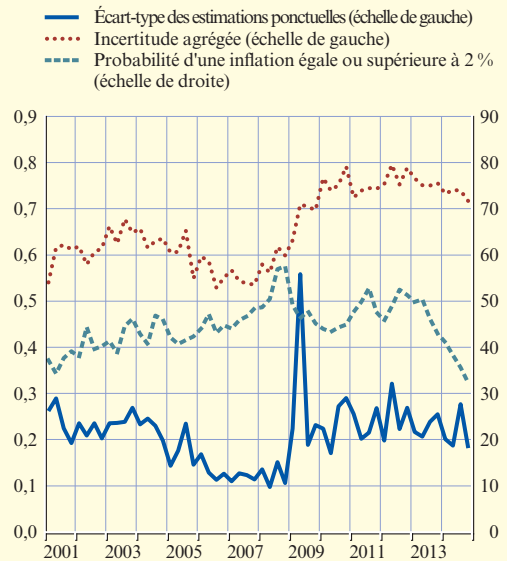
Cette campagne d'enquête comportait une question supplémentaire pour savoir si le récent ralentissement de l'activité économique allait être un phénomène temporaire ou s'inscrivait dans une atonie plus durable de l'économie. Les participants ont indiqué que, jusqu'à présent, ils considéraient le recul de l'activité comme un phénomène temporaire, même si leurs réponses laissaient penser que les prévisions de référence résultaient en partie d'une détérioration de la confiance en liaison avec les tensions géopolitiques récentes et de l'attitude attentiste d'une partie des investisseurs sur l'horizon à court terme.

Pour 2014, l'estimation ponctuelle moyenne ressortant de l'EPP est inférieure de 0,1 point de pourcentage à celle ressortant des projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE et de 0,4 point de pourcentage pour 2015 et 2016. L'estimation ponctuelle moyenne ressortant de l'EPP est conforme aux résultats des enquêtes d'octobre du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro (pour la croissance du PIB en volume) pour 2014 et 2015, mais légèrement inférieure au résultat du Baromètre de la zone euro pour 2016.

Les distributions de probabilités agrégées se sont déplacées vers le bas pour tous les horizons, mais plus particulièrement pour 2014 et 2015 (cf. graphique D). Pour 2014, les participants attribuent

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

(en points de pourcentage ; en pourcentage)



Source : BCE.

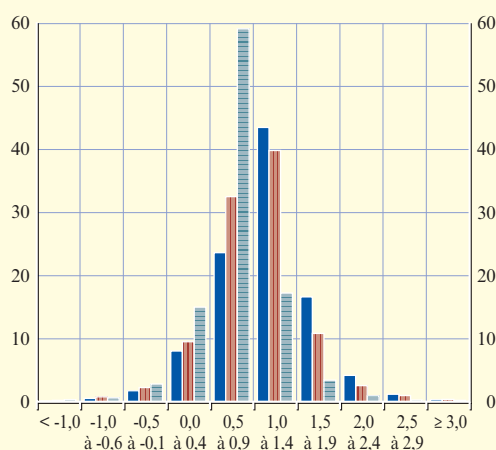
Note : L'incertitude agrégée est définie comme l'écart-type de la distribution des probabilités agrégées (en prenant pour hypothèse une fonction de densité de probabilité discrète dans laquelle la masse des probabilités est concentrée au centre de l'intervalle).

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

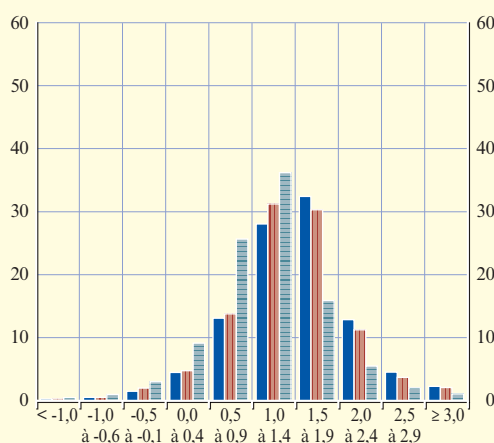
(probabilité en pourcentage)

■ EPP T2 2014
■ EPP T3 2014
■ EPP T4 2014

a) 2014



b) 2015



Source : BCE.

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

à présent la probabilité la plus forte (59 %) à l'intervalle compris entre 0,5 % et 0,9 %. Pour 2015, la probabilité la plus élevée (36%) continue d'être attribuée à l'intervalle compris entre 1,0 % et 1,4 % (31 % auparavant).

La balance des risques s'est orientée à la baisse de façon plus nette. Selon les commentaires qualitatifs des participants, les tensions géopolitiques, principalement en Ukraine et en Russie, mais également au Moyen-Orient, sont de loin le principal risque entourant leurs prévisions (deux tiers des participants les ont mentionnées). Les autres risques cités ont trait à une demande extérieure plus faible que prévu (principalement en provenance de Chine et des États-Unis) ainsi que les progrès insuffisants des réformes dans certains pays de la zone euro. Toutefois, les participants envisagent également des risques à la hausse, tels qu'une reprise exceptionnellement rapide des exportations, également sous l'effet des évolutions du taux de change, et une forte réduction de la fragmentation financière dans la zone euro, entraînant une augmentation de la consommation et de l'investissement par rapport aux hypothèses du scénario de référence.

Baisse des anticipations de croissance à plus long terme

Les anticipations de croissance à plus long terme, telles que mesurées par l'estimation ponctuelle moyenne (pour 2019), ont diminué de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 1,7 %. Comme lors des précédentes campagnes, les résultats de l'EPP concernant cet horizon restent supérieurs aux prévisions correspondantes du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro, qui se situent à 1,6 %. La distribution des probabilités agrégées relatives aux anticipations de croissance à long terme demeure orientée à la baisse.

Stabilité des anticipations relatives au taux de chômage à court terme mais révision à la hausse pour le plus long terme

Les prévisions ponctuelles moyennes relatives au taux de chômage ressortent à 11,6 % pour 2014, à 11,3 % pour 2015 et à 10,9 % pour 2016, les participants estimant que le caractère modéré de la reprise n'entraînera qu'une réduction très lente du chômage. Les anticipations pour 2014 et 2015 sont restées inchangées par rapport à la précédente campagne d'enquête, tandis qu'elles ont été révisées à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2016 (cf. tableau).

Les dernières anticipations relatives au taux de chômage ressortant de l'EPP sont conformes aux prévisions du secteur privé pour 2014 et 2015, mais inférieures de 0,1 point de pourcentage au résultat du Baromètre de la zone euro pour 2016. Comparées à l'exercice de projections macroéconomiques de septembre 2014, les anticipations ressortant de l'EPP sont légèrement plus pessimistes pour 2015 et 2016, s'établissant 0,1 point de pourcentage au-dessus.

Les risques pesant sur les prévisions de référence à court et moyen terme demeurent orientés à la hausse et sont liés à une reprise plus modeste que prévu. En outre, certains participants estiment que les risques liés à une période prolongée de faible croissance et de faible inflation empêchent les entreprises d'investir et donc d'embaucher. Ils ont également mentionné la possibilité que le chômage conjoncturel élevé enregistré récemment devienne structurel en l'absence de réformes structurelles supplémentaires pour le résorber, devenant ainsi potentiellement plus durable. La diminution des risques à la baisse pesant sur les perspectives d'évolution du chômage est principalement associée à l'incidence plus forte que prévu des réformes structurelles et des marchés du travail mises en œuvre et à une plus grande mobilité de la main-d'œuvre entre les secteurs et les pays.

La prévision ponctuelle moyenne des anticipations à plus long terme relatives au taux de chômage (9,5 % pour 2019, année de référence) est supérieure de 0,1 point de pourcentage aux résultats de la précédente campagne d'enquête. La distribution de probabilité agrégée s'est légèrement déplacée vers le haut par rapport à la campagne d'enquête précédente.

Autres variables et hypothèses conditionnelles

Les autres informations fournies par les participants (modifications de leurs hypothèses) indiquaient d'importantes révisions à la baisse du taux d'intérêt à court terme, du prix du pétrole en dollars et du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar, tandis que les anticipations relatives à la croissance de la rémunération par tête sont demeurées relativement stables. Le prix du pétrole devrait s'établir en moyenne à 91,7 dollars le baril au quatrième trimestre 2014 et augmenter progressivement pour atteindre 95,8 dollars au troisième trimestre 2015, puis poursuivre sa hausse pour se situer autour de 98,8 dollars en 2016. La prévision relative au taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar est nettement inférieure à celle qui ressortait de la précédente campagne d'enquête et on s'attend à présent à ce qu'il s'établisse à 1,27 au quatrième trimestre 2014 avant de fléchir progressivement pour ressortir à 1,24 au troisième trimestre 2015 et à 1,23 en 2016. Les hypothèses relatives à la croissance de la rémunération par tête ont été revues en baisse de 0,1 point de pourcentage pour cette année et l'année prochaine, s'établissant à 1,3 % en glissement annuel en 2014 et à 1,5 % en 2015 mais demeurant inchangées en 2016, à 1,8 %. Sur l'horizon à cinq ans, les prévisionnistes s'attendent à un taux de croissance légèrement plus faible que prévu lors de la précédente campagne d'enquête, soit 2,1 %. L'hypothèse moyenne retenue pour le taux de refinancement principal de la BCE est globalement stable pour les quatre prochains trimestres, ce qui correspond à une révision à la baisse à court terme, mais à une révision plus importante à moyen terme. Il est prévu qu'il s'établira à quelque 0,07 % jusqu'en 2015 et atteindra 0,16 % en 2016.

Encadré 7

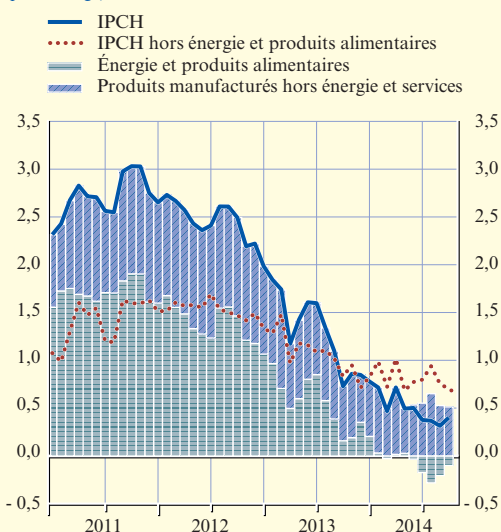
RÉVISIONS RÉCENTES APPORTÉES AUX PROJECTIONS RELATIVES À L'INFLATION MESURÉE PAR L'IPCH
DANS LA ZONE EURO

Le présent encadré fournit une vue d'ensemble des révisions récentes apportées aux projections relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro et examine l'exactitude des projections établies par la BCE/l'Eurosystème en la matière. Lorsque l'on évalue les révisions apportées aux projections d'inflation, il est utile de garder à l'esprit les facteurs qui sont à l'origine des évolutions effectives de l'inflation. À cet égard, le ralentissement de la hausse de l'IPCH global dans la zone euro qui s'est amorcé fin 2011 reflète essentiellement la baisse des contributions des composantes énergie et produits alimentaires (cf. graphique A). En ce qui concerne la composante énergie, le recul s'explique surtout par les évolutions des cours des matières premières et des taux de change. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est également ralentie à partir de mi-2012, dans un contexte d'atonie de la demande et de pressions fortes pour restaurer la compétitivité, mais elle est demeurée globalement stable depuis le dernier trimestre 2013, soutenue par la reprise progressive de l'économie qui s'est amorcée en 2013.

Bien que les tensions modérées sur les prix aient été prévues dans une certaine mesure, le recul de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro a amené différentes organisations internationales et divers organismes privés à réviser leurs projections à la baisse à plusieurs reprises¹. L'évolution des projections relatives à la hausse de l'IPCH pour 2013 (cf. graphique B) du FMI, de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) de la BCE, du Consensus économique, du Baromètre de la zone euro, de l'OCDE et de la Commission européenne, ainsi que de la BCE/l'Eurosystème, montre que le taux effectif d'inflation de 1,4 % a été régulièrement surestimé par l'ensemble des institutions, se situant néanmoins à l'intérieur des fourchettes de projection des services de la BCE/l'Eurosystème². Le graphique C montre que les projections relatives à l'inflation pour 2014 ont fait l'objet de révisions à la baisse encore plus importantes.

Graphique A Hausse de l'IPCH et de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

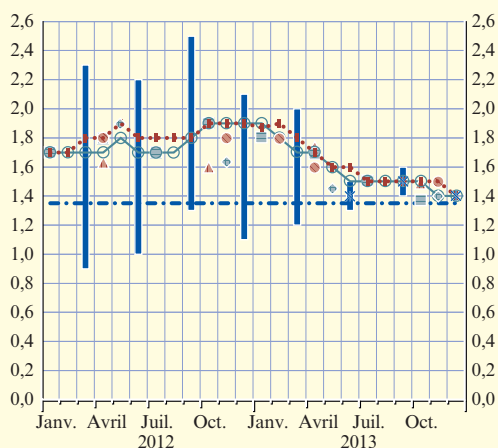
1 En revanche, au cours de la période de reprise qui a fait suite à la crise financière, les projections relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro ont été majoritairement inférieures à l'inflation effective. Cf., par exemple, l'encadré intitulé *Analyse du biais affectant les prévisions relatives à l'IPCH de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juin 2012.

2 À la différence des autres institutions examinées, l'Eurosystème publie des fourchettes de projection destinées à expliquer l'incertitude associée aux projections. Pour une description détaillée des modes de calcul des fourchettes, cf. *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, juin 2001, p. 15 ; *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, BCE, septembre 2008 ; et *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, décembre 2009.

Graphique B Évolution des projections relatives à la hausse annuelle moyenne de l'IPCH dans la zone euro pour 2013

(variations annuelles en pourcentage)

- BCE/Eurosystème (fourchette)
- ▲ FMI
- EPP
- × BCE/Eurosystème (estimation ponctuelle)
- Consensus économique
- Commission européenne
- ◆ OCDE
- Baromètre de la zone euro
- IPCH (données officielles pour 2013)



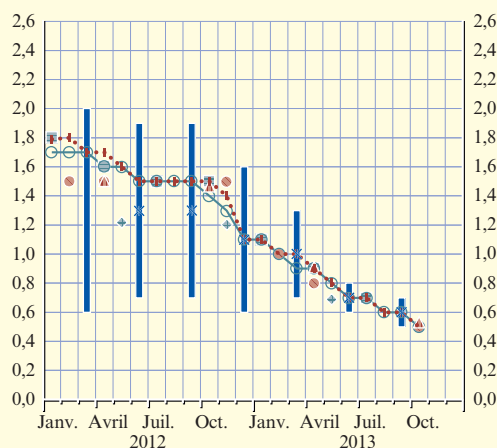
Sources : BCE, Commission européenne, FMI, OCDE, Baromètre de la zone euro et Consensus économique.

Notes : Les dates figurant sur l'axe des abscisses correspondent aux dates de publication des différentes projections. L'intervalle de temps entre la date d'arrêt retenue pour les informations utilisées et la date de publication effective varie d'une projection à l'autre.

Graphique C Évolution des projections relatives à la hausse annuelle moyenne de l'IPCH dans la zone euro pour 2014

(variations annuelles en pourcentage)

- BCE/Eurosystème (fourchette)
- ▲ FMI
- EPP
- × BCE/Eurosystème (estimation ponctuelle)
- Consensus économique
- Commission européenne
- ◆ OCDE
- Baromètre de la zone euro



Sources : BCE, Commission européenne, FMI, OCDE, Baromètre de la zone euro et Consensus économique.

Notes : Les dates figurant sur l'axe des abscisses correspondent aux dates de publication des différentes projections. L'intervalle de temps entre la date d'arrêt retenue pour les informations utilisées et la date de publication effective varie d'une projection à l'autre.

Principaux facteurs à l'origine des révisions des projections relatives à la hausse de l'IPCH dans la zone euro pour 2013 et 2014

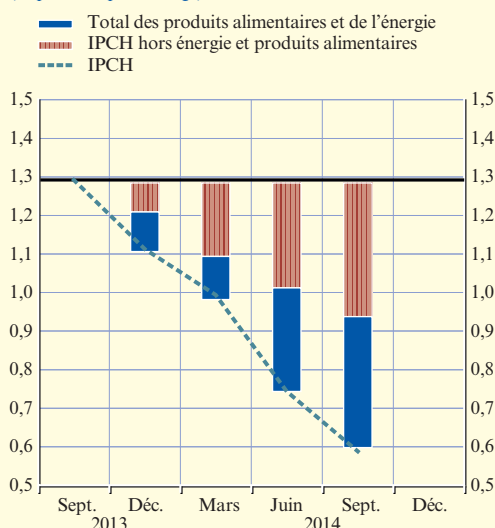
Les projections macroéconomiques des services de la BCE/l'Eurosystème relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH pour 2013 ont été progressivement révisées à la baisse, essentiellement en raison des révisions à la baisse des projections relatives à l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, la contribution des révisions à la baisse de la composante énergie étant relativement limitée. Des conditions météorologiques assez défavorables ont entraîné des révisions à la hausse des projections relatives à l'augmentation des prix des produits alimentaires en 2013, contrebalançant pour partie les révisions à la baisse des autres composantes. Pour 2014, les révisions ont été plus généralisées, avec des révisions de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, et des révisions des composantes volatiles que sont les produits alimentaires et l'énergie (cf. graphique D) ³. En ce qui concerne la composante énergie, les révisions traduisent essentiellement des cours du pétrole en euros plus faibles que prévu, tandis que pour la composante produits alimentaires, elles reflètent des conditions météorologiques exceptionnellement favorables qui ont entraîné à la baisse les prix des produits alimentaires par rapport à l'année précédente.

Afin de déterminer les facteurs à l'origine des révisions de l'IPCH pour 2013 et 2014, il est important de noter que les projections sont fondées sur des hypothèses techniques précises

³ Comme les projections établies par les services de la BCE/l'Eurosystème ne fournissent que des fourchettes avant l'automne 2013, l'analyse se fonde sur le milieu de la fourchette de projection préalablement à cet exercice.

Graphique D Ventilation par composantes des révisions apportées par la BCE/l'Eurosystème aux projections relatives à la hausse de l'IPCH

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Note : Le graphique montre la contribution des composantes de l'IPCH aux révisions apportées aux projections relatives à la hausse de l'IPCH pour 2014, en prenant les projections macroéconomiques de septembre 2013 réalisées par les services de la BCE comme référence.

Graphique E Taux de change EUR/USD retenu à titre d'hypothèse et effectif

— Valeur effective
 Valeur retenue à titre d'hypothèse



Source : Calculs de la BCE.

Note : La « valeur retenue à titre d'hypothèse » correspond aux projections relatives au cours du pétrole établies à partir des contrats à terme retenues comme hypothèses dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème.

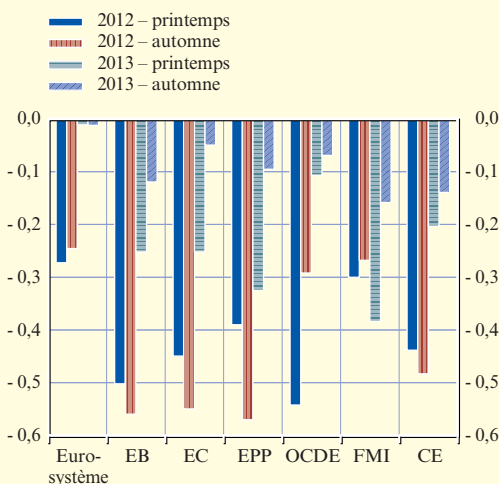
relatives, notamment, aux cours des matières premières et aux taux de change. À titre d'exemple, le graphique E montre qu'en faisant l'hypothèse de taux de change constants dans les projections établies par les services de l'Eurosystème, un facteur important à l'origine de la surestimation des projections relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH pour 2013 et 2014 est l'appréciation de l'euro jusqu'à mai 2014.

Cette appréciation a eu une incidence baissière directe sur la hausse des prix de l'énergie via les cours du pétrole exprimés en euros, mais elle a également ralenti la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires par son incidence sur les prix à l'importation des biens de consommation finale et des biens de consommation intermédiaire. La dépréciation de l'euro observée depuis mai 2014 implique une erreur d'hypothèse dans les projections des services de l'Eurosystème de juin 2014 ; cependant, la révision à la hausse de l'inflation que cela entraînerait normalement a été compensée par une diminution des prix du pétrole libellés en dollars beaucoup plus forte que supposé dans cet exercice.

Les révisions des projections de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie peuvent également refléter l'incidence plus marquée que prévu de la sous-utilisation des capacités de production, qui constitue un déterminant important des tensions sur les prix. Ces révisions peuvent traduire l'incertitude considérable associée à la mesure de cette sous-utilisation des capacités, mais également une réactivité accrue de l'inflation à cette situation lorsque les réformes structurelles mises en œuvre ces dernières années dans plusieurs pays ont réduit les rigidités sur les marchés des produits et du travail. En lien avec ces évolutions, les révisions peuvent également s'expliquer par d'autres raisons, telles que les effets liés à l'ampleur et à la durée inattendues de la crise et la répercussion plus faible que prévu des hausses des impôts indirects dans certains pays.

Graphique F Erreurs de prévision de différentes institutions relatives à l'IPCH de la zone euro en 2013

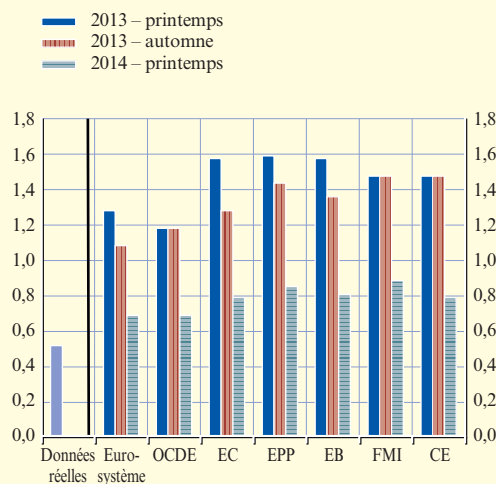
(en points de pourcentage)



Sources : BCE, Commission européenne (CE), FMI, OCDE, Baromètre de la zone euro (EB) et Consensus économique (EC).
Note : L'erreur de prévision se définit comme le résultat de l'inflation moins la projection.

Graphique G Prévisions de différentes institutions relatives à l'IPCH de la zone euro en 2014

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE, Commission européenne (CE), FMI, OCDE, Baromètre de la zone euro (EB) et Consensus économique (EC).
Note : Les « données réelles » sont les résultats moyens de l'IPCH jusqu'en octobre 2014.

Comparaison des erreurs de prévisions entre les institutions

Une analyse des erreurs de prévision des différentes institutions concernant l'IPCH de la zone euro en 2013 montre que les prévisions de l'Eurosystème soutiennent favorablement la comparaison (cf. graphique F)⁴. Le graphique G illustre les projections de l'inflation globale effectuées par les différentes institutions et les compare avec le résultat moyen jusqu'en octobre 2014. Les projections de l'inflation de la zone euro en 2014 réalisées par l'Eurosystème ont jusqu'à présent été plus proches du résultat effectif, ce qui suggère un niveau d'exactitude plus élevé, la seule exception concernant l'exercice du printemps 2013 pour lequel les erreurs de l'OCDE ont été légèrement plus faibles⁵.

Conclusion

Dans l'ensemble, en 2013 et en 2014, les organisations internationales et les institutions privées ont révisé à la baisse leurs prévisions d'inflation globale mesurée par l'IPCH. Toutes les composantes de l'IPCH ont contribué aux révisions des prévisions de la BCE et de l'Eurosystème. Il est évident que des évolutions correctement anticipées du taux de change et des prix du pétrole et des produits alimentaires auraient considérablement réduit la nécessité d'effectuer des révisions. Toutefois, les révisions des prévisions de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie laissent penser que d'autres facteurs, notamment les incertitudes liées à la mesure et à l'incidence de la sous-utilisation des capacités productives, ont pu également jouer un rôle. Dans ce contexte, les réformes structurelles et l'accroissement de la concurrence ont pu exercer des tensions baissières sur les prix par le biais d'une réactivité plus grande à la sous-utilisation des capacités.

4 Pour une évaluation à plus long terme (de 2000 à 2012) de la performance des projections selon les différentes institutions, cf. également l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème* du *Bulletin mensuel* de mai 2013.

5 La comparaison des prévisions de différentes institutions présente l'inconvénient suivant : comme elles sont préparées à des moments légèrement décalés, les institutions disposent d'informations différentes lors de la réalisation de leurs prévisions, ce qui peut avoir une incidence sur leur exactitude relative.

4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, soit une légère révision à la hausse par rapport à l'estimation antérieure, qui reflète en partie l'introduction de la méthodologie du SEC 2010. Depuis les mois d'été, les données et les résultats d'enquêtes disponibles ont globalement fait état d'un ralentissement du rythme de la croissance dans la zone euro. Cette information a désormais été intégrée dans les prévisions les plus récentes des institutions privées et publiques, qui indiquent une révision à la baisse de la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection allant jusqu'en 2016, une reprise économique modeste continuant d'être anticipée. D'une part, la demande intérieure devrait être soutenue par les mesures de politique monétaire, l'amélioration en cours des conditions de financement, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, ainsi que par la baisse des prix de l'énergie, cette dernière soutenant le revenu réel disponible. Par ailleurs, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial. D'autre part, la reprise devrait continuer d'être freinée par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé. Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse.

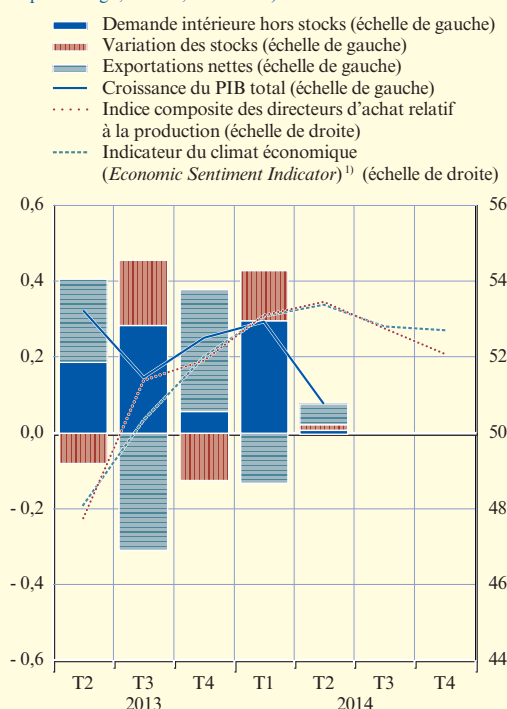
4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

La croissance du PIB en volume de la zone euro a été révisée à la hausse au deuxième trimestre 2014, passant de 0,0 % à 0,1 % en rythme trimestriel (cf. graphique 26). Cette légère révision à la hausse, qui s'explique en partie par l'introduction de la méthodologie du SEC 2010 (cf. encadré 8), signifie que la croissance de la production a été positive durant cinq trimestres consécutifs. Au deuxième trimestre, les exportations nettes ont contribué positivement à la croissance de la production, tandis que la demande intérieure et les évolutions des stocks ont apporté une contribution neutre. Les résultats d'enquêtes se sont détériorés entre le deuxième et le troisième trimestre 2014, avant de s'améliorer légèrement en octobre. En conséquence, ils continuent d'aller dans le sens d'une poursuite de la faible dynamique de l'activité économique au second semestre de l'année, tout en demeurant conformes à une croissance positive modérée.

La consommation privée a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, poursuivant ainsi le redressement entamé au premier semestre de l'année dernière. Le résultat pour le deuxième trimestre a reflété les contributions positives du commerce de détail et des achats de véhicules aux dépenses de consommation, tandis que la consommation de services a apporté une contribution neutre.

Graphique 26 Croissance du PIB en volume et contributions à son évolution, indice composite des directeurs d'achat relatif à la production et climat économique

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



Sources : Eurostat, Markit, enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs et calculs de la BCE.

1) L'indicateur du climat économique a été normalisé avec la moyenne et l'écart-type de l'indice des directeurs d'achat sur la période présentée dans le graphique.

Encadré 8

L'INCIDENCE DU SYSTÈME EUROPÉEN DES COMPTES 2010 SUR LES STATISTIQUES MACROÉCONOMIQUES DE LA ZONE EURO

L'introduction du nouveau Système européen des comptes 2010 (SEC 2010), en ligne avec les normes statistiques internationales, a, du fait de sa mise en œuvre à compter de septembre 2014, entraîné des révisions des comptes nationaux et des statistiques macroéconomiques européennes¹. En outre, tous les États membres de l'UE ont mis en place des révisions des références statistiques introduisant de nouvelles sources de données et méthodes de calcul. Ces modifications affectent des indicateurs économiques importants tels que le PIB, le commerce extérieur, le déficit public et la dette publique, ainsi que l'endettement du secteur privé. Cet encadré présente une vue d'ensemble des révisions ainsi apportées aux niveaux et aux taux de variation de ces indicateurs.

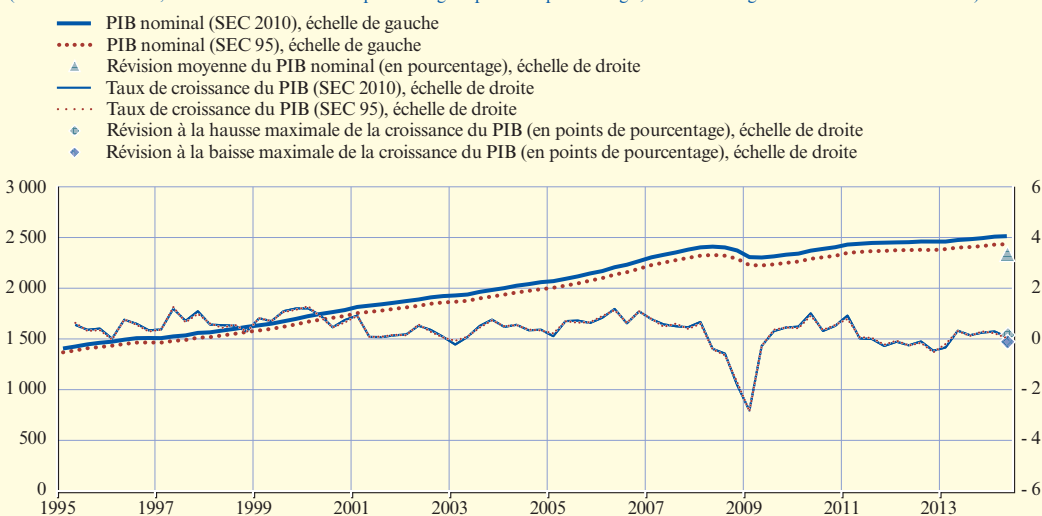
PIB

Globalement, le niveau du PIB nominal de la zone euro en 2010² a été révisé en hausse de 3,5 % par rapport aux données fondées sur la précédente version du Système européen des comptes, le SEC 95. Cette variation tient pour 1,9 point de pourcentage à la capitalisation de la recherche et développement et pour 1,3 point de pourcentage aux modifications des sources de données. La révision totale est ressortie à 3,1 % pour 2013.

Si des variations ont été enregistrées en termes de niveau, les taux de croissance trimestriels pour le PIB de la zone euro sont restés proches des données précédemment publiées fondées sur le SEC 95. La révision moyenne pour la période comprise entre le premier trimestre 1995

Graphique A Révisions du PIB nominal et du taux de croissance réel de la zone euro

(en milliards d'euros ; variations trimestrielles en pourcentage et points de pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières)



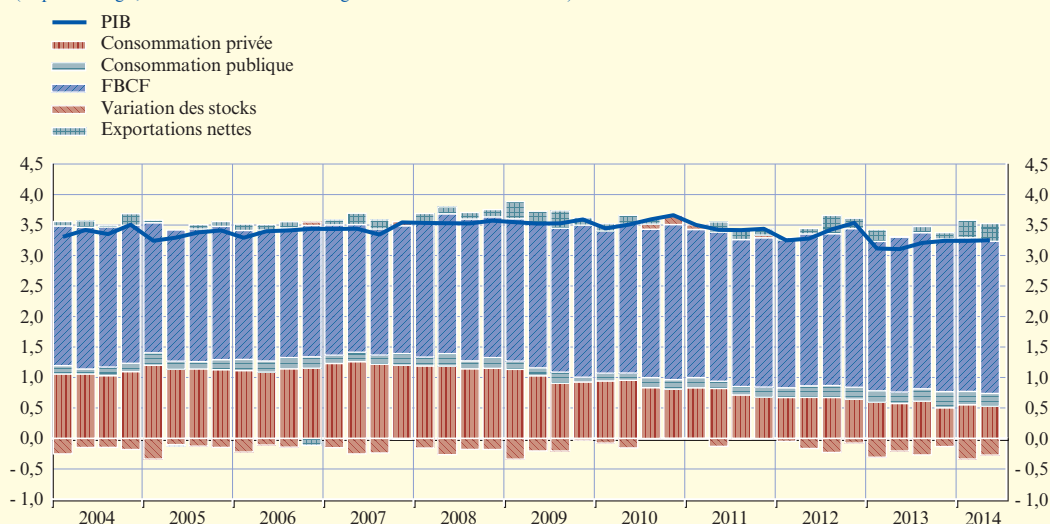
Sources : Eurostat et calculs BCE.

1 Cf. l'article intitulé *Nouvelles normes internationales en matière de statistiques – Améliorations de la méthodologie et de la disponibilité des données* du *Bulletin mensuel* d'août 2014.

2 L'année 2010 a été utilisée par Eurostat comme année de référence pour l'estimation des effets des facteurs affectant les chiffres du PIB national et de la zone euro.

Graphique B Révisions des niveaux du PIB et des composantes de la demande intérieure de la zone euro en pourcentage du PIB

(en pourcentage ; données trimestrielles corrigées des variations saisonnières)



Source : calculs BCE.

et le deuxième trimestre 2014 s'est établie à environ 0,0 point de pourcentage en valeur absolue. En 2014, la croissance trimestrielle du PIB a été révisée en hausse de 0,1 point de pourcentage, tant pour le premier que pour le deuxième trimestre, passant de 0,0 % à 0,1 % pour le deuxième trimestre.

Dans le cadre des nouvelles normes comptables nationales, les dépenses de recherche et développement et en systèmes d'armes militaires sont enregistrées en tant qu'investissements plutôt que consommations intermédiaires. Ce changement méthodologique accroît le niveau du PIB de la zone euro³. En moyenne, la révision du niveau de la formation brute de capital fixe (FBCF) nominale pour la période comprise entre 1995 et le deuxième trimestre 2014 s'est établie à + 11,0 % (soit 2,2 % du PIB), tandis que le taux de croissance trimestriel réel moyen a progressé de 0,2 point de pourcentage.

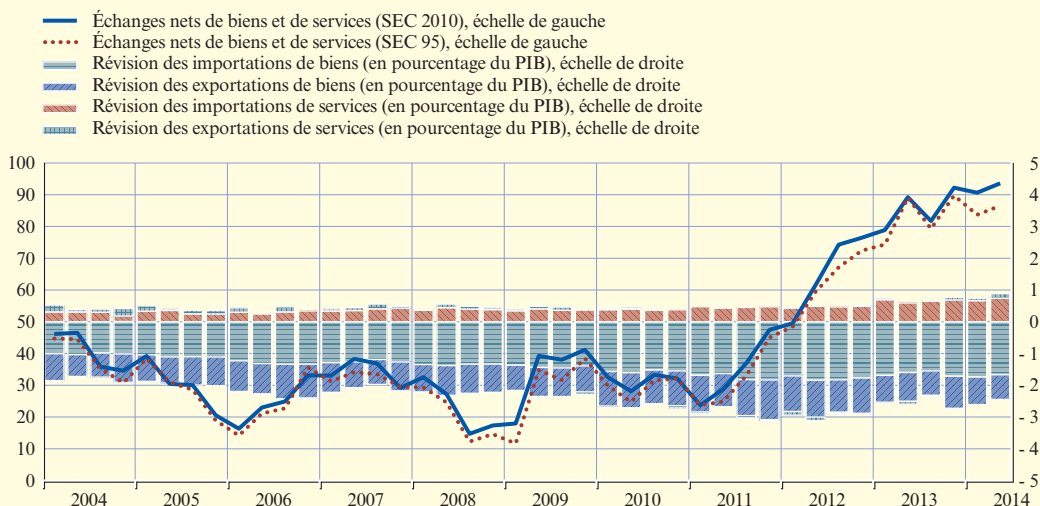
La révision de la demande intérieure nominale a été proche de celle du PIB (+ 3,2 % en moyenne). Les niveaux nominaux de toutes les autres composantes de la demande intérieure ont été révisés à la hausse, à l'exception de la variation des stocks. La consommation privée a augmenté de 1,7 % en moyenne (soit 0,9 % du PIB) et la consommation publique de 0,8 % (soit 0,2 % du PIB).

Outre les modifications méthodologiques introduites par le SEC 2010, des améliorations statistiques telles que l'intégration de nouvelles sources de données ont également joué un rôle dans la révision à la hausse du PIB nominal de la zone euro. Ces améliorations se sont traduites par une hausse de 1,3 % du PIB de la zone euro en 2010. Dans certains pays, de telles évolutions expliquent la plus grande partie de la révision totale, par exemple à Chypre (8,4 points de pourcentage sur une révision totale de + 9,5 %) et aux Pays-Bas (5,9 points de pourcentage sur + 7,6 %). Parmi les quatre principales économies de la zone euro, en Allemagne et en France, les améliorations statistiques ont conduit à des révisions de seulement + 0,6 % et + 0,8 %, respectivement, tandis qu'en Espagne et en Italie, elles ont entraîné des hausses de 1,7 % et 1,9 %, soit la moitié de la

³ Pour des informations détaillées concernant l'incidence exercée par le SEC 2010 selon les États membres de l'UE, cf. le communiqué de presse n°157/2014 publié le 17 octobre 2014 par Eurostat et disponible sur son site internet (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>).

Graphique C Révisions de la balance commerciale nominale liées au SEC 2010

(en milliards d'euros ; en pourcentages ; données trimestrielles corrigées des variations saisonnières)



Sources : Eurostat et calculs BCE.

révision totale respective. Le niveau du PIB a été révisé à la hausse dans tous les États membres de l'UE, à l'exception de la Lettonie, où il a été revu en baisse de 0,1 % sous l'effet des améliorations statistiques.

Échanges extérieurs nets de biens et de services

Du fait des modifications apportées à la façon dont le négoce international et les intrants envoyés à l'étranger sont enregistrés dans le SEC 2010, les échanges de biens et de services ont été fortement révisés. Dans le SEC 2010, l'enregistrement des transactions internationales se fait sur la base du transfert de propriété des biens concernés et non simplement sur l'observation de flux physiques de biens franchissant les frontières. Sous l'effet de cette évolution, les niveaux nominaux des importations et des exportations se sont inscrits en recul. En moyenne, les révisions à la baisse des importations et des exportations de la zone euro en termes absolus depuis 1995 se sont établies à 2,3 % (soit 0,8 % du PIB) et 1,9 % (soit 0,7 % du PIB), respectivement.

Solde des administrations publiques (déficit/excédent) et dette

Selon les notifications à Eurostat de l'automne 2014 au titre de la procédure de déficit excessif, le déficit et la dette des administrations publiques de la zone euro pour 2013, exprimés en termes de PIB, ont été revus en baisse de 0,2 point de pourcentage et 1,6 point de pourcentage, respectivement⁴. Les révisions pour la période comprise entre 2010 et 2012 ont été d'une ampleur similaire (cf. tableau A).

Les révisions ont été très différentes selon les pays de la zone euro. Pour 2013, le ratio solde des administrations publiques/PIB a affiché les améliorations les plus nettes en Irlande (à hauteur de 1,5 point de pourcentage), au Luxembourg (à hauteur de 0,6 point de pourcentage) et à Chypre (à hauteur de 0,5 point de pourcentage). S'agissant de la dette des administrations publiques,

⁴ Pour plus d'informations, cf. *Revisions to government deficit and debt of EU Member States for 2010-2013*, note accompagnant le communiqué de presse n°158/2014 du 21 octobre 2014 publié par Eurostat.

Tableau A Révisions des ratios solde et dette des administrations publiques de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

		Ratio avril 2014	Ratio octobre 2014	Révision totale	Révision due à :		
					SEC 2010	Autres modifications	Révision du PIB
Solde des administrations publiques (déficit (-)/excédent (+))	2010	- 6,2	- 6,1	0,1	0,0	-0,1	0,2
	2011	- 4,1	- 4,1	0,0	- 0,1	- 0,1	0,1
	2012	- 3,7	- 3,6	0,1	0,0	0,0	0,1
	2013	- 3,0	- 2,9	0,2	0,0	0,1	0,1
Dette des administrations publiques	2010	85,5	83,7	- 1,8	0,8	0,3	- 2,9
	2011	87,4	85,8	- 1,6	1,0	0,3	- 2,9
	2012	90,7	89,0	- 1,7	1,0	0,3	- 2,9
	2013	92,6	90,9	- 1,6	0,9	0,3	- 2,8

Source : Eurostat.

Note : La somme des composantes peut ne pas être égale au total en raison des arrondis.

le ratio par rapport au PIB pour 2013 a fait l'objet d'une importante révision à la hausse pour l'Autriche (de 6,7 points de pourcentage) et la Belgique (de 3,0 points de pourcentage), alors qu'il a été fortement revu à la baisse pour Chypre (de 9,5 points de pourcentage), les Pays-Bas (de 4,9 points de pourcentage), l'Italie (de 4,8 points de pourcentage) et Malte (de 3,2 points de pourcentage). Pour les autres pays, les révisions ont été moindres.

Les révisions du ratio solde des administrations publiques/PIB sont dues à plusieurs facteurs qui se compensent en partie, à savoir l'effet de l'introduction du SEC 2010, d'autres améliorations statistiques (des sources de données nouvelles et actualisées et une amélioration du mode de calcul) et les révisions du PIB nominal.

Concernant le SEC 2010, les trois principales évolutions ayant exercé une incidence sur les niveaux de déficit des administrations publiques sont liées à a) des modifications des critères de classement par secteur, affectant le nombre d'entités classées dans le secteur des administrations publiques, b) le traitement des versements à l'État de soultes au titre de certains régimes de retraite et c) le fait que les intérêts sur les *swaps* et les accords de taux futurs (FRA) ne soient plus comptabilisés dans le calcul du déficit public. Pour l'ensemble de la zone euro, ces changements méthodologiques n'ont entraîné que des révisions négligeables du niveau de déficit public. Toutefois, pour certains pays de la zone, ces changements ont eu un effet notable sur le solde des administrations publiques.

Les autres modifications (qui ne sont pas liées à l'introduction du SEC 2010) ont contribué à hauteur de 0,1 point de pourcentage seulement à la révision totale du déficit des administrations publiques de la zone euro en 2013.

La révision à la hausse du PIB nominal (cf. ci-dessus) a contribué à hauteur de 0,1 point de pourcentage à la révision totale du ratio de déficit public de 2013 pour l'ensemble de la zone euro. En Irlande, à Chypre et en Slovaquie, la hausse du niveau de PIB nominal a contribué à hauteur de 0,4 point de pourcentage au moins à l'amélioration du ratio solde des administrations publiques/PIB en 2013.

S'agissant de la révision à la baisse du ratio dette des administrations publiques/PIB, plusieurs facteurs se compensant en partie ont été à l'œuvre. Les modifications introduites par le SEC 2010, essentiellement la prise en compte de certaines entités dans le secteur des administrations publiques, se sont traduites par une hausse du ratio de dette de la zone euro de 0,9 point de pourcentage pour 2013. Cette incidence a été particulièrement importante en Belgique, en Irlande, en Autriche

et au Portugal. De plus, d'autres révisions (qui ne sont pas liées au SEC 2010) ont accru le ratio de dette des administrations publiques de la zone euro de 0,3 point de pourcentage pour cette même année. Toutefois, ces deux facteurs pris ensemble ont été plus que compensés par l'incidence exercée sur le ratio par l'augmentation du niveau du PIB nominal, qui s'est établie à 2,8 points de pourcentage.

Indicateurs relatifs à la dette des entreprises et des ménages

Les indicateurs relatifs à la dette des autres secteurs institutionnels de l'économie fondés sur les comptes financiers ont été affectés par des modifications du périmètre des secteurs et par de nouvelles directives concernant la distinction à opérer entre sociétés financières et non financières.

En particulier, le reclassement de certaines *holdings* du secteur non financier vers le secteur financier réduit l'endettement des sociétés non financières et accroît la taille du secteur financier (cf. tableau B). Ce changement est particulièrement important dans certains pays comprenant un nombre élevé de compagnies *holdings*, comme la Belgique. La réduction de la dette des sociétés non financières due au reclassement des *holdings* est compensée par des révisions à la hausse résultant de l'amélioration des sources de données, se traduisant notamment par une meilleure prise en compte du financement des non-IFM. En outre, la dette des sociétés non financières peut maintenant être mesurée de manière plus exhaustive en incluant les crédits commerciaux, qui constituent une source importante de financement, les données étant disponibles pour tous les pays de la zone euro sur une base trimestrielle. Cette évolution a entraîné une hausse globale du ratio dette des sociétés non financières/PIB à fin 2013, à hauteur de 21 points de pourcentage.

La dette du secteur financier a augmenté non seulement du fait de la prise en compte de compagnies *holdings* supplémentaires, mais également en raison de l'obligation d'enregistrer les entités (telles que les entités à vocation spéciale) en tant que résidents si elles sont constituées ou enregistrées dans un pays, même si elles sont peu ou pas physiquement présentes dans celui-ci. La révision des sources de données et des méthodologies a également eu tendance à accroître la dette des sociétés financières. Enfin, les compagnies *holdings* reclassées possédant généralement des encours de fonds propres relativement élevés, les ratios dette/fonds propres des sociétés financières se sont réduits.

S'agissant de l'endettement enregistré pour le secteur des ménages, la révision à la baisse du ratio dette/PIB résulte exclusivement d'améliorations statistiques et de l'effet des révisions du PIB.

Tableau B Révisions des indicateurs relatifs à la dette par secteur

(encours à fin 2013 en pourcentage du PIB)

	Dette des sociétés non financières ¹⁾	Dette du secteur financier ²⁾	Dettes des ménages (crédits)
Ancienne valeur	104,8	457,6	64,3
Révisions liées à la méthodologie (périmètre des secteurs)	- 5,3	2,3	0,0
Référence et autres révisions	5,5	2,5	0,5
Intégration des crédits commerciaux dans la dette des sociétés non financières	24,8		
Effet dénominateur (division par le nouveau PIB)	- 4,1	- 14,0	- 2,0
Variation totale de l'indicateur	21,0	- 9,1	- 1,6
Nouvelle valeur	125,8	448,5	62,7

1) Titres de créance, crédits, engagements au titre des régimes de retraite et, dans le nouvel indicateur relatif à la dette des sociétés non financières, crédits commerciaux.

2) Ensemble des engagements hors titres (actions, autres participations et titres d'OPCVM non monétaires).

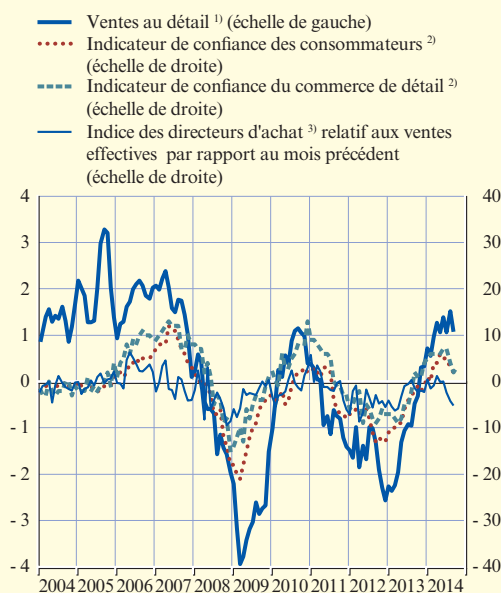
Si l'on examine les données et les indicateurs disponibles jusqu'à octobre, les informations relatives à la consommation privée confirment, globalement, une nouvelle augmentation des dépenses des ménages, tout en reflétant un certain ralentissement de la dynamique sous-jacente de la consommation. Au troisième trimestre, le volume des ventes au détail a été supérieur de 0,2 %, en moyenne, à celui du deuxième trimestre, où les ventes avaient progressé de 0,4 % en rythme trimestriel. De plus, la progression des nouvelles immatriculations de voitures particulières s'est établie à 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre, contre 1,7 % le trimestre précédent. Les données d'enquêtes relatives au secteur du commerce de détail, qui avaient fléchi au troisième trimestre, se sont légèrement améliorées entre septembre et octobre. L'indice des directeurs d'achat relatif au commerce de détail est revenu de 50,4 au deuxième trimestre à 46,1 au troisième trimestre, indiquant par conséquent une contraction des ventes. Dans le même temps, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans ce secteur a également fléchi entre le deuxième et le troisième trimestre, avant de se redresser légèrement en octobre pour s'établir à un niveau toujours inférieur à sa moyenne au troisième trimestre (cf. graphique 27). En outre, la confiance des consommateurs s'est améliorée dans la zone euro en octobre, après quatre mois consécutifs de recul. En conséquence, la confiance se situe actuellement à un niveau inférieur à sa moyenne au troisième trimestre, tout en demeurant supérieure à sa moyenne de long terme. Enfin, l'indicateur relatif aux achats importants s'est également amélioré entre septembre et octobre, reflétant des évolutions contrastées selon les pays. Même si cet indicateur semble avoir entamé un redressement, il demeure à un bas niveau, indiquant ainsi des évolutions modérées de la consommation de biens durables. Toutefois, il convient d'être prudent dans l'interprétation des évolutions de cet indicateur car il semble que sa corrélation avec la consommation effective de biens durables ait diminué depuis le début de la crise.

La FBCF s'est contractée de 0,9 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, après quatre trimestres de hausse des investissements. Le dernier résultat s'explique principalement par une contraction de l'investissement dans la construction conjuguée à une stabilité globale de l'investissement hors construction.

Les indicateurs à court terme font état d'évolutions toujours moroses au troisième trimestre. La production industrielle de biens d'équipement (un indicateur des évolutions futures de l'investissement hors construction) a fortement chuté en août, de 4,8 % en rythme mensuel, après une hausse de 2,5 % en juillet. En conséquence, en juillet et août, le niveau moyen de la production de biens d'équipement a été inférieur de 0,2 % à celui du deuxième trimestre,

Graphique 27 Ventes au détail, indice des directeurs d'achat relatif au commerce de détail et indicateurs de confiance

(données mensuelles)



Sources : Eurostat, enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, Markit et calculs de la BCE.

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.

où il avait fléchi de 0,6 % en rythme trimestriel. Même si les résultats des enquêtes relatives à l'industrie hors construction au troisième trimestre 2014 et pour octobre (l'indice des directeurs d'achat et l'indicateur de la Commission européenne) se sont inscrits en recul par rapport au deuxième trimestre, ils indiquent néanmoins une croissance positive modérée. 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, qui avait commencé à se redresser lentement début 2013, est restée globalement stable au cours de la période de trois mois s'achevant en octobre 2014. Cet indicateur demeure inférieur à sa moyenne de long terme, indiquant l'existence d'importantes capacités excédentaires dans le secteur industriel.

En ce qui concerne le secteur de la construction, les données solides et les résultats d'enquêtes dressent un tableau quelque peu mitigé. En août, la production dans la construction a augmenté de 1,5 % en glissement mensuel dans la zone euro, après une progression plus modérée le mois précédent. Par conséquent, la moyenne des mois de juillet et août est ressortie à un niveau supérieur de 0,5 % à la moyenne du deuxième trimestre au cours duquel la production dans ce secteur avait enregistré un recul de 0,7 % en rythme trimestriel. Les résultats d'enquêtes dressent toutefois un tableau moins positif, mais également contrasté, que les dernières évolutions de la production effective dans la construction. D'une part, l'indice des directeurs d'achat pour l'activité dans la construction s'est de nouveau détérioré entre le deuxième et le troisième trimestre 2014 et se situe par conséquent nettement en deçà du seuil théorique de 50 indiquant une croissance nulle. D'autre part, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans la construction s'est légèrement amélioré entre ces deux trimestres, avant de progresser de nouveau entre septembre et octobre, même s'il continue de se situer à des niveaux sensiblement inférieurs à sa moyenne de long terme. En outre, les résultats de l'enquête prospective sur les nouvelles commandes et les carnets de commande demeurent à des niveaux faibles, très inférieurs à leurs moyennes historiques. Globalement, l'activité dans le secteur de la construction semble toujours freinée par les perspectives économiques moroses dans ce secteur et l'ajustement en cours sur le marché de l'immobilier d'un certain nombre de pays de la zone euro.

Les exportations et les importations de la zone euro ont augmenté de 1,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014. En conséquence, la contribution des échanges commerciaux de la zone euro à la croissance du PIB en volume, qui a été relativement volatile au cours des derniers trimestres, est redevenue légèrement positive au deuxième trimestre. Les dernières données disponibles relatives aux échanges de la zone euro font état d'un ralentissement de la croissance trimestrielle des exportations et d'une progression des importations au troisième trimestre, dans un contexte de dynamique plus faible des échanges dans les économies avancées. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB devrait par conséquent avoir été négative au troisième trimestre. La valeur des exportations en juillet et août a été, en moyenne, supérieure de 0,1 % à la moyenne du deuxième trimestre, contre 0,5 % pour les importations sur la même période. Dans le même temps, les prix des échanges extérieurs ont peu évolué, ce qui signifie que les échanges en volume devaient avoir peu différé des échanges en valeur. Les données d'enquêtes pour la période comprise entre juillet et octobre font également état d'un ralentissement de la croissance des exportations par rapport au deuxième trimestre. L'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation a fléchi entre le deuxième et le troisième trimestre, avant d'enregistrer un nouveau recul en octobre. Toutefois, cet indice demeure supérieur au seuil de 50 qui délimite la frontière entre expansion et contraction, indiquant ainsi une croissance positive. L'indicateur de la Commission européenne relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dresse un tableau globalement analogue.

4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

La valeur ajoutée réelle a affiché une croissance étaie en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014. Cette stagnation reflète une forte contraction de la valeur ajoutée dans la construction, qui a été contrebalancée par une augmentation dans l'industrie hors construction et dans les services (cf. encadré 9).

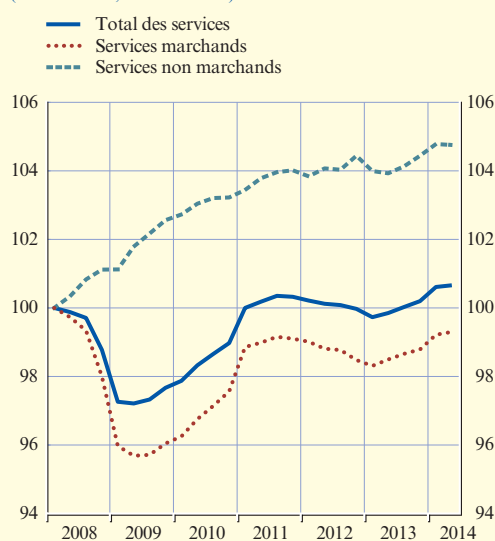
Encadré 9

ANALYSE APPROFONDIE DE LA REPRISE DANS LE SECTEUR DES SERVICES DE LA ZONE EURO

L'économie de la zone euro a renoué avec la croissance depuis le deuxième trimestre 2013. Un facteur important à l'origine de la reprise est constitué par la croissance dans le secteur des services, qui représente environ les trois quarts de la valeur ajoutée totale. Cette reprise de l'économie de la zone euro a été inégale entre les principaux secteurs économiques. L'activité réelle dans le secteur des services, mesurée par l'indice chaîné de la valeur ajoutée, est supérieure à ses points hauts antérieurs depuis le deuxième trimestre 2011, tandis que dans l'industrie, et en particulier dans la construction, elle reste nettement inférieure à ses pics précédents¹. Dans ce contexte, le présent encadré examine plus précisément la reprise récente du secteur des services de la zone euro. Il décrit les principaux facteurs à l'origine de la reprise jusqu'au deuxième trimestre 2014. Il évalue également le caractère durable de la reprise sur le court terme à partir des dernières données d'enquêtes.

Graphique A Valeur ajoutée du total des services, des services marchands et des services non marchands dans la zone euro

(indice chaîné ; T1 2008 = 100)



Source : Eurostat.

Évolutions de la valeur ajoutée réelle jusqu'au deuxième trimestre 2014

Les évolutions de la valeur ajoutée réelle montrent que la reprise actuelle dans le secteur des services de la zone euro a résulté en particulier des services marchands, qui représentent environ les trois quarts de la valeur ajoutée totale des services. Au deuxième trimestre de cette année, la valeur ajoutée réelle des services marchands a été supérieure de 1,0 % à son niveau du premier trimestre de l'année dernière (cf. graphique A). Les services non marchands (administration publique, éducation, santé et action sociale) ont apporté une moindre contribution à la reprise actuelle, dans un contexte d'efforts d'assainissement budgétaire. Toutefois, au deuxième trimestre de cette année, la valeur ajoutée réelle des services non marchands a été supérieure de 0,7 % à son niveau du premier trimestre de l'année dernière. Ces évolutions au niveau de la zone euro masquent

¹ Pour plus de précisions, cf. l'article intitulé *L'activité sectorielle dans la zone euro depuis 2008* du *Bulletin mensuel* de mai 2014. Outre la valeur ajoutée, les données relatives au volume d'activité sont disponibles pour plusieurs sous-secteurs des services, mais elles se rapportent aux évolutions nominales et ne sont donc pas couvertes par cet encadré.

d'importantes différences entre pays. Si l'on observe par exemple les quatre principaux pays de la zone euro au deuxième trimestre de cette année, la valeur ajoutée réelle des services marchands en Italie était inférieure de 0,4 % à son niveau du premier trimestre 2013, tandis qu'elle était supérieure de 1,2 % en France, de 1,4 % en Allemagne et de 2,3 % en Espagne. Pour les services non marchands, les variations dans les principaux pays s'inscrivent entre -0,7 % pour l'Espagne et 1,6 % pour la France.

Les principaux sous-secteurs des services marchands affichent aussi des différences frappantes (cf. graphique B). La plus forte croissance depuis le premier trimestre de l'année dernière a été enregistrée dans le commerce, les transports, l'hôtellerie et la restauration, ainsi que dans les services professionnels, les services aux entreprises et les services de soutien. Les deux sous-secteurs se sont relativement bien redressés depuis le début de la reprise actuelle. Ces activités de services recouvrent une grande

variété de services d'entreprise à consommateur et de services d'entreprise à entreprise. Certaines de ces activités sont fortement protégées et sont liées à la demande des ménages (comme le commerce de détail et la restauration), tandis que d'autres sont exposées aux évolutions (mondiales) des services d'entreprise à entreprise (comme le fret aérien et maritime ou les voyages d'affaires). Les services aux entreprises bénéficient d'un besoin en services de conseil dans un environnement caractérisé par l'importance des restructurations et des fusions et acquisitions. L'activité de services liés à l'immobilier a également contribué à la récente reprise dans les services, tandis que la valeur ajoutée réelle des services financiers et d'assurance ainsi que des arts, des spectacles et des autres services est restée pratiquement inchangée depuis le premier trimestre de l'année dernière. La valeur ajoutée réelle des services d'information et de communication a légèrement diminué.

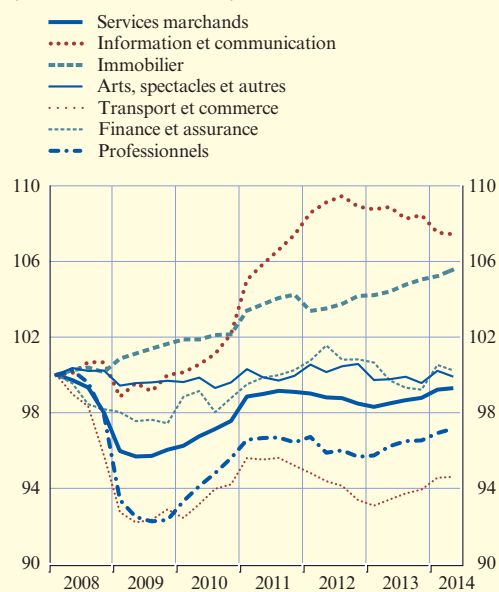
Données d'enquêtes pour le troisième et le quatrième trimestre 2014

La valeur ajoutée réelle dans les services n'ayant progressé que de 0,05 % au deuxième trimestre de cette année par rapport au trimestre précédent, les enquêtes peuvent fournir des indications relatives à la reprise dans les services au second semestre.

Le graphique C représente l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services pour l'ensemble des services marchands et pour une sélection de sous-secteurs. Cet indice est un indicateur largement suivi dans la mesure où il donne une indication précoce de la croissance de la valeur ajoutée dans les services ². L'indice des directeurs d'achat pour l'activité dans l'ensemble des services était supérieur au seuil théorique de 50 indiquant une croissance nulle au troisième trimestre et au début du quatrième trimestre, faisant état d'une poursuite de la croissance dans le secteur des services marchands. Toutefois, la dynamique de la croissance des

Graphique B Valeur ajoutée des services marchands de la zone euro par sous-secteurs

(indice chaîné ; T1 2008 = 100)



Source : Eurostat.

² Cf. également l'encadré intitulé *Croissance de la valeur ajoutée sectorielle dans la zone euro et indice des directeurs d'achat* du *Bulletin mensuel* d'avril 2014.

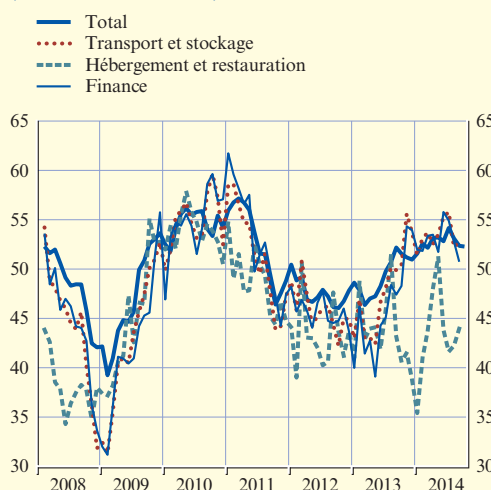
services marchands s'est légèrement atténuée ces derniers mois, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services ayant atteint en octobre son niveau le plus bas depuis juillet cette année. Le graphique montre également la persistance de différences significatives entre sous-secteurs. Le niveau d'activité a été comparativement faible dans le secteur des services d'hébergement.

À partir des enquêtes de la Commission européenne (DG ECFIN), le graphique D représente l'évolution de la demande anticipée au cours des prochains mois pour l'ensemble des services (non financiers) et pour une sélection de sous-secteurs et l'évolution de la demande (chiffre d'affaires) attendue durant les trois prochains mois pour les services financiers. La demande attendue pour l'ensemble des services entre juillet et septembre a baissé par rapport à juin, mais a retrouvé en octobre un niveau proche de celui de juin, qui était le plus élevé depuis l'été 2011. Le niveau d'octobre est donc resté globalement positif, ce qui suggère que la reprise dans le secteur des services devrait se poursuivre. Là encore, il existe des différences entre sous-secteurs. La demande devrait être relativement forte, bien que se modérant, pour les activités d'entreposage et services auxiliaires des transports ainsi que pour les services financiers, tandis qu'une demande plutôt faible est attendue dans la restauration.

En résumé, les données relatives à la valeur ajoutée réelle jusqu'au deuxième trimestre de l'année indiquent que la reprise récente dans le secteur des services est essentiellement due aux services marchands qui, pour leur part, ont largement bénéficié d'un redressement des transports et du commerce ainsi que des services professionnels, des services aux entreprises et des services de soutien. Jusqu'au premier mois du quatrième trimestre, les données d'enquêtes montrent que la reprise dans le secteur des services devrait garder le cap, en dépit d'un ralentissement de la croissance globale des services. Les indices des directeurs d'achat pour l'activité dans les services et les données relatives à la demande attendue pour ces prochains mois montrent que l'activité dans la restauration devrait être relativement faible.

Graphique C Indices des directeurs d'achat relatifs à l'activité des services pour le total des services marchands et pour une sélection de sous-secteurs

(indice mensuel de diffusion)

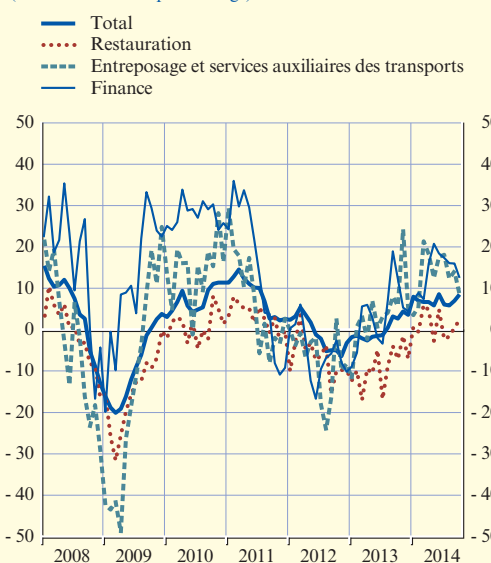


Source : Markit.

Note : « Finance » se rapporte aux activités de services financiers, aux services d'assurance et de caisses de retraite ainsi qu'aux activités auxiliaires.

Graphique D Évolution de la demande de services attendue dans les mois à venir pour le total des services et pour une sélection de sous-secteurs

(soldes mensuels en pourcentage)



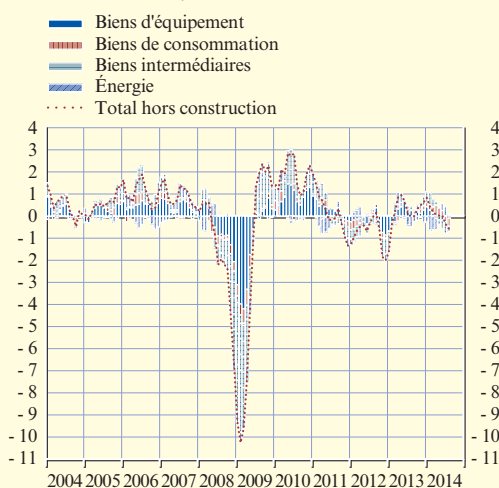
Source : enquêtes sur les services et sur les services financiers de la DG ECFIN de la Commission européenne.

En ce qui concerne les évolutions du troisième trimestre 2014, la production industrielle (hors construction) a baissé de 1,8 % en rythme mensuel en août, après une progression de 0,9 % le mois précédent. Par conséquent, en juillet et en août, la production industrielle a été inférieure de 0,5 % en moyenne à son niveau du deuxième trimestre, au cours duquel elle avait enregistré une croissance nulle en rythme trimestriel (cf. graphique 28). L'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes à l'industrie dans la zone euro (hors matériel de transport lourd) a fléchi de 1,1 % en glissement mensuel en août, après une légère hausse au cours du mois précédent. En juillet et en août, les nouvelles commandes se sont donc établies en moyenne à un niveau inférieur de 0,2 % à celui du deuxième trimestre, où elles étaient restées stables par rapport au premier trimestre. Des données d'enquêtes plus récentes font également état d'un affaiblissement de la production dans le secteur industriel, mais elles restent dans le droit fil d'une croissance modérée au troisième trimestre et au début du quatrième trimestre. À titre d'exemple, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier a diminué au troisième trimestre, demeurant toutefois supérieur au seuil d'expansion de 50, mais a de nouveau augmenté entre septembre et octobre (cf. graphique 29). De plus, les données d'enquêtes de la Commission européenne indiquent que les conditions de la demande sont restées pratiquement inchangées au cours des trois mois s'achevant en octobre 2014.

La valeur ajoutée du secteur des services a probablement continué de s'accroître, jusqu'à présent, au cours du second semestre 2014. Contrastant légèrement avec celui du secteur manufacturier, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans les services a un peu progressé entre le deuxième et le troisième trimestre 2014, alors que sur la même période, l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur des services est resté stable, avant de se redresser en octobre. L'indice des directeurs d'achat s'est inscrit en légère baisse entre septembre et octobre, ressortant à 52,3, soit un niveau à peine inférieur à ses moyennes des deuxième et troisième trimestres, mais qui continue de faire état d'une croissance positive.

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

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



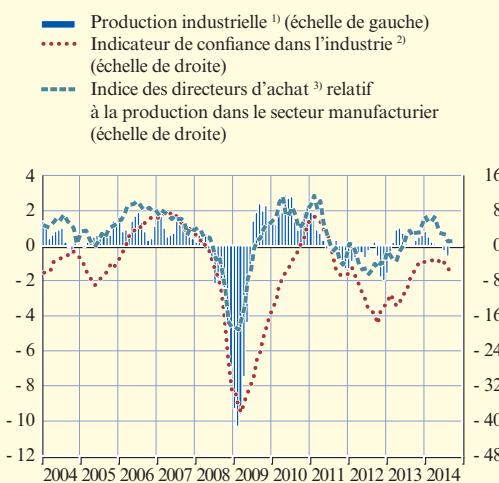
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les données présentées sont des moyennes mobiles sur 3 mois rapportées à la moyenne correspondante de la période de 3 mois précédente.

À titre d'exemple, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier a diminué au troisième trimestre, demeurant toutefois supérieur au seuil d'expansion de 50, mais a de nouveau augmenté entre septembre et octobre (cf. graphique 29).

Graphique 29 Production industrielle, indicateur de confiance dans l'industrie 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

Note : Les données d'enquêtes concernent l'industrie manufacturière.

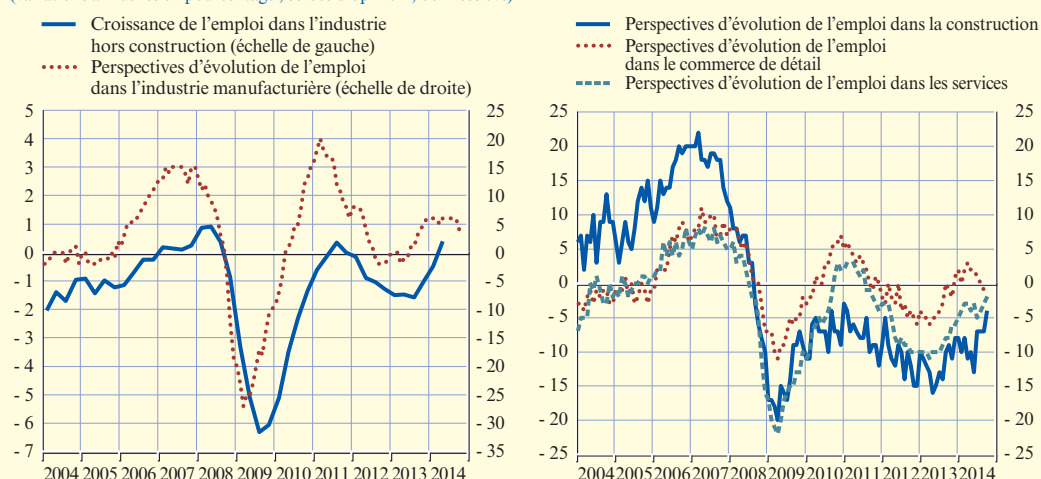
1) Variations en pourcentage des glissements sur 3 mois.

2) Soldes d'opinion.

3) Écarts par rapport à un indice de valeur 50.

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.
Note : Les soldes d'opinion sont centrés.

4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

Les dernières données de taux d'emploi et de chômage font état d'une légère amélioration sur le marché du travail. Toutefois, des différences importantes persistent d'un pays à l'autre, de même qu'entre les différentes tranches d'âge. Les résultats des enquêtes se sont récemment dégradés, suggérant une stagnation du marché du travail pour la période à venir (cf. graphique 30).

Les effectifs employés, qui se sont stabilisés au troisième trimestre 2013, ont légèrement augmenté les deux trimestres suivants, puis enregistré une nouvelle hausse de 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre de cette année (cf. tableau 9). Au niveau sectoriel, les derniers chiffres reflètent

Tableau 9 Croissance de l'emploi

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

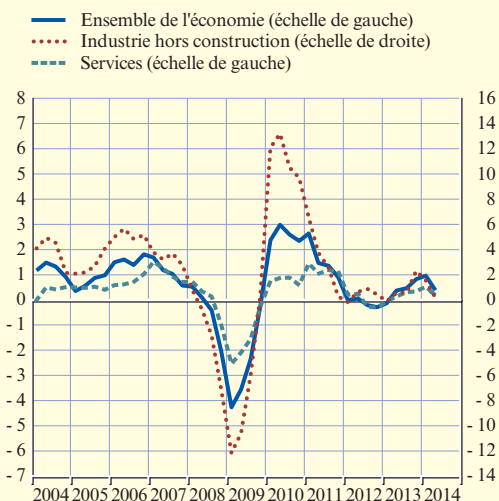
	Personnes employées					Heures travaillées				
	Taux annuels		Taux trimestriels			Taux annuels		Taux trimestriels		
	2012	2013	2013 T4	2014 T1	2014 T2	2012	2013	2013 T4	2014 T1	2014 T2
Ensemble de l'économie	-0,6	-0,8	0,1	0,0	0,2	-1,5	-1,2	0,1	0,0	0,2
<i>dont :</i>										
Agriculture et pêche	-1,6	-1,4	-0,5	-0,5	0,4	-2,9	-0,5	0,6	-1,0	-0,6
Industrie	-2,0	-2,3	-0,1	-0,2	0,3	-3,4	-2,5	-0,4	-0,2	0,1
Hors construction	-0,8	-1,4	0,0	0,2	0,4	-2,1	-1,3	-0,1	0,0	0,2
Construction	-4,6	-4,6	-0,6	-1,0	-0,1	-6,3	-5,3	-1,0	-0,6	-0,2
Services	-0,1	-0,3	0,2	0,1	0,2	-0,8	-0,8	0,2	0,1	0,2
Commerce et transport	-0,6	-0,7	0,2	-0,1	0,5	-1,6	-1,3	0,0	0,1	0,5
Information et communication	0,7	0,1	0,7	0,2	0,3	0,4	0,3	0,8	0,0	0,6
Activités financières et d'assurance	-0,5	-1,2	-0,1	-0,1	-0,8	-0,6	-1,4	0,1	-0,1	-0,8
Activités immobilières	-0,1	-1,4	-0,5	1,3	0,1	-1,2	-2,2	-0,8	1,3	-0,3
Activités spécialisées	0,5	0,2	0,2	0,3	0,6	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,5
Administration publique	-0,2	-0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,4	-0,5	0,6	-0,1	0,0
Autres services ¹⁾	0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,2	-0,4	-0,7	-0,6	0,5	-0,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Graphique 31 Productivité du travail par personne employée

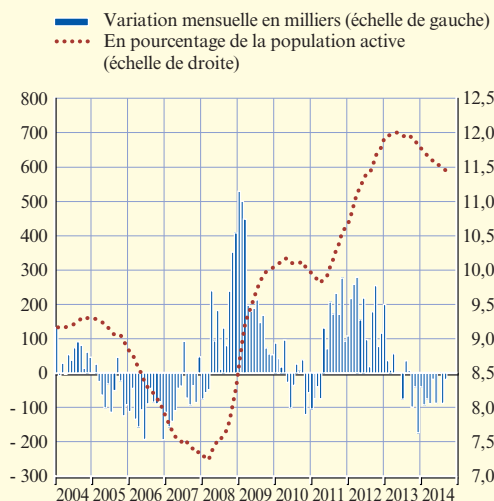
(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 32 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat.

une progression de l'emploi dans l'industrie hors construction et dans les services. Le nombre total d'heures travaillées a progressé de 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, après être resté inchangé au trimestre précédent.

La productivité par personne employée a augmenté de 0,4 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2014 (cf. graphique 31). Cette croissance est globalement similaire à celle observée sur l'ensemble de l'année 2013. Le taux de croissance annuel de la productivité horaire du travail s'est accentué de 0,1 point de pourcentage, ressortant à 0,5 % au deuxième trimestre. En ce qui concerne le troisième trimestre 2014, 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 de la poursuite d'une croissance positive.

Le taux de chômage a diminué par rapport à son point haut de 12,0 % du deuxième trimestre 2013, revenant à 11,5 % au troisième trimestre 2014 (cf. graphique 32). Cette amélioration a été générale, indépendamment de la tranche d'âge ou du sexe. Bien que le taux de chômage soit resté globalement stable depuis juin 2014, le nombre de chômeurs a diminué. Le dernier chiffre dépasse toutefois de 4,2 points de pourcentage le niveau de mars 2008 correspondant au creux conjoncturel d'avant le début de la crise financière. De plus, bien que les différences entre pays se soient un peu atténuées récemment, elles demeurent élevées au regard des évolutions passées.

4.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Depuis les mois d'été, les données obtenues et les résultats d'enquêtes ont fait état dans l'ensemble d'un ralentissement de la dynamique de croissance dans la zone euro. Ces informations sont désormais intégrées dans les prévisions les plus récentes réalisées par les institutions privées et publiques, qui indiquent une révision à la baisse de la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection allant jusqu'en 2016, une reprise économique modérée continuant d'être anticipée. D'une part, la

demande intérieure devrait être soutenue par les mesures de politique monétaire, l'amélioration en cours des conditions de financement, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, ainsi que par la baisse des prix de l'énergie, celle-ci soutenant le revenu réel disponible. De plus, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial. D'autre part, la reprise pourrait continuer d'être freinée par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé.

Les risques pesant sur les perspectives économiques de la zone euro continuent d'être orientés à la baisse. En particulier, l'affaiblissement de la dynamique de croissance de la zone euro, conjugué à l'intensification des risques géopolitiques, pourrait réduire la confiance et, notamment, freiner l'investissement privé. Par ailleurs, l'insuffisance des progrès en matière de réformes structurelles dans les pays de la zone euro constitue un risque à la baisse majeur pour les perspectives économiques.

Les résultats de la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels montrent que les perspectives de croissance en 2014, 2015 et 2016 ont été revues à la baisse par rapport à la précédente campagne d'enquête. Dans le même temps, les anticipations relatives au taux de chômage restent pratiquement inchangées (cf. encadré 6 de la section 3).

LA VULNÉRABILITÉ FINANCIÈRE DES MÉNAGES DE LA ZONE EURO – ÉLÉMENTS RESSORTANT DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSYSTÈME SUR LES FINANCES ET LA CONSOMMATION DES MÉNAGES



Cet article présente trois exemples de nouvelles études comparatives entre pays réalisées à partir des données tirées de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages (Household Finance and Consumption Survey – HFCS). Ces études sont particulièrement pertinentes pour l'évaluation de la stabilité financière. Premièrement, l'article examine comment la vulnérabilité financière des ménages est affectée par différents chocs macroéconomiques défavorables et constate que l'incidence de tels chocs est relativement limitée au niveau de la zone euro. Deuxièmement, il présente une nouvelle méthodologie qui combine des données au niveau des ménages individuels et des données agrégées et permet d'obtenir des estimations rapides de l'incidence des chocs sur les différents ménages. Ces estimations laissent penser que les ménages à haut revenu ont récemment subi les plus fortes diminutions de leur patrimoine. Dans le même temps, l'incidence sur les dépenses de consommation des ménages à faible revenu a probablement été amplifiée en raison de leur réaction plus forte aux chocs affectant la richesse. Troisièmement, la série de données étendue est alors utilisée pour calculer une ventilation de l'incidence des variations récentes des taux d'intérêt et du chômage sur les mesures de la vulnérabilité financière (telles que le ratio service de la dette/revenu). L'article parvient à la conclusion que même si les ménages ayant contracté des prêts hypothécaires à taux variable ont bénéficié des baisses des taux d'intérêt, l'incidence de ces baisses sur le ratio service de la dette/revenu des ménages à faible revenu a été atténuée par le fait que les ménages pauvres ont été touchés de manière disproportionnée par la hausse du chômage.

I INTRODUCTION

Les situations financières des ménages de la zone euro diffèrent sensiblement tant au sein d'un même pays que d'un pays à l'autre, reflétant des différences en termes de revenus, de consommation, de patrimoine, d'encours de dette et de choix de portefeuille. Cette diversité a des implications pour les banques centrales. Ainsi, l'incidence que les modifications des taux d'intérêt exerceront sur les dépenses de consommation d'un ménage donné dépend essentiellement de sa situation financière globale, par exemple s'il est débiteur net ou créateur net et si les taux d'intérêt appliqués à ses actifs et à ses passifs sont fixes ou variables. Ces différences ont des conséquences macroéconomiques, dans la mesure où la réaction globale de l'économie aux modifications de la politique monétaire dépendra de la répartition des actifs et des dettes entre les ménages, particulièrement en période de crise où les chocs économiques sont de grande ampleur et inégalement répartis. Par conséquent, pour bien appréhender les réactions de l'économie à divers chocs ou à des modifications des instruments de la politique publique, il est nécessaire de disposer d'informations détaillées sur la structure et la composition des finances des ménages au niveau microéconomique.

Les banques centrales sont impliquées depuis longtemps dans la collecte et l'analyse des données relatives à la situation financière des ménages, reflétant l'importance des finances de ces agents économiques pour la politique monétaire et l'analyse de la stabilité financière. En 1983, le Système fédéral de réserve a lancé son enquête sur les finances des consommateurs (*Survey of Consumer Finances*), qui est réalisée tous les trois ans. Plusieurs autres banques centrales ont décidé depuis de faire de même et conduisent leurs propres enquêtes sur les finances des ménages. En Europe, l'Eurosystème (qui comprend la BCE et les BCN de tous les pays ayant adopté l'euro) a récemment lancé son enquête sur les finances et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey – HFCS*). Cet effort conjoint impliquant les banques centrales de l'Eurosystème et plusieurs instituts nationaux de statistiques a pour objectif de produire des données qui soient comparables entre les différents pays.

L'enquête HFCS fournit des données détaillées sur les bilans individuels des ménages et d'autres aspects de leur situation financière. Cette série de données contient actuellement une grande

richesse d'informations sur les finances de plus de 62 000 ménages dans quinze pays de la zone euro. En avril 2013, la BCE a publié les résultats de la première vague d'enquête ¹ et plusieurs projets de recherche utilisant ces données ont été conduits depuis par les chercheurs de l'Eurosystème. Ces données ont également été mises à disposition en dehors de l'Eurosystème et elles sont utilisées par quelque 300 chercheurs externes travaillant à l'heure actuelle sur près de 130 projets différents. La disponibilité de ces informations a favorisé une importante activité de recherche dans l'ensemble de la zone euro sur la thématique des finances des ménages.

Les projets de recherche utilisant les nouvelles données portent sur un éventail de thèmes très large. Certains étudient les liens entre les prix des actifs et la consommation, tandis que d'autres suivent les profils d'évolution des encours de dette, du patrimoine et de l'inégalité des revenus. D'autres projets évaluent par exemple l'incidence de l'inflation et des variations de taux d'intérêt sur différentes catégories de ménages ou réalisent des estimations des déterminants de l'épargne, des contraintes de crédit et de la vulnérabilité financière.

Ces sujets reflètent les évolutions récentes des finances des ménages, un domaine de recherche relativement nouveau comparé à des thèmes comme les finances des sociétés ². L'enquête HFCS joue un rôle de catalyseur pour de nouveaux développements dans ce domaine, notamment en termes de comparaison entre pays. Elle apporte également une contribution importante aux évaluations de la stabilité macroéconomique et financière.

La présentation d'une synthèse exhaustive de tous les résultats disponibles jusqu'à présent dépasse le cadre du présent article. Celui-ci met en lumière, en revanche, trois domaines particulièrement pertinents pour l'analyse de la stabilité financière.

Premièrement, les expériences de plusieurs pays durant la crise ont mis en évidence le rôle crucial joué par les bilans des ménages pour déterminer l'intensité, la durée et l'incidence macroéconomique de la crise. En conséquence, la section 2 se concentre sur la vulnérabilité financière des ménages, c'est-à-dire le risque que des chocs défavorables entraînent de graves difficultés financières pour certaines catégories de ménages. Plus précisément, cette section recourt à une analyse de simulation pour procéder à un « test de résistance » de la situation financière des ménages afin de voir comment différents scénarios macroéconomiques affectent les diverses mesures de la vulnérabilité financière de ces agents économiques et d'estimer les pertes potentielles pour le système bancaire s'ils venaient à faire défaut.

La section 3 montre comment l'utilité des séries de données de l'enquête HFCS pour la politique monétaire, et la stabilité financière en particulier, peut être accrue grâce à l'introduction de données agrégées. L'une des principales limites des données tirées des enquêtes sur la situation financière des ménages tient au temps nécessaire pour collecter et traiter ces informations. Les données sont ainsi publiées avec un décalage important. Par exemple, les données de l'enquête HFCS publiées en 2013 portaient essentiellement sur l'année 2010. Pour de nombreux aspects de la politique économique, ce délai est tout simplement trop long (en particulier en cas de variations importantes des prix des actifs

1 Pour une vue d'ensemble, cf. l'article intitulé *L'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages : Description et principaux résultats de la première vague d'enquête* du *Bulletin mensuel* d'avril 2013. Des informations complètes relatives à l'enquête sont disponibles sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu/home/html/researcher_hfcs.en.html), en particulier dans les deux rapports accompagnant la publication des données de l'enquête HFCS : *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Results from the first wave* et *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Methodological report for the first wave*.

2 Pour une vue d'ensemble des finances des ménages et des références clés, cf. : J.Y. Campbell, *Household Finance*, allocution du président à l'American Finance Association, *The Journal of Finance*, vol. 61(4), 2006, p. 1553-1604 ; et L. Guiso et P. Sodini, *Household Finance: an Emerging Field*, dans G.M. Constantinides, M. Harris et R.M. Stulz (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, 2013.

et/ou de la situation économique). Heureusement, ce problème peut être atténué en combinant les données d'enquêtes transversales avec des données agrégées disponibles plus rapidement (par exemple les données relatives aux prix des actifs). Cela permet de calculer des estimations rapides pour plusieurs indicateurs pertinents relatifs à la situation financière des ménages et, en fin de compte, de déterminer les conséquences pour la dynamique de la consommation. Les résultats d'une telle approche sont présentés dans la section 3.

La section 4 démontre l'une des utilisations possibles de ces données étendues tirées de l'enquête HFCS. En utilisant la technique décrite ci-avant, elle examine comment la répartition des pressions financières sur les ménages (mesurées, par exemple, par le ratio service de la dette/revenu) évolue au fil du temps et comment sa dynamique est affectée par les variations des taux d'intérêt et du taux de chômage. Ces mesures de la pression financière disponibles rapidement sont utiles non seulement en termes d'analyse des risques pesant sur la stabilité financière, mais également pour une analyse macroéconomique plus générale.

2 DES « TESTS DE RÉSISTANCE » APPLIQUÉS AUX FINANCES DES MÉNAGES

Dans la mesure où l'enquête HFCS fournit des informations détaillées sur les bilans des ménages, elle est particulièrement bien adaptée à l'analyse des vulnérabilités financières de ces agents, en utilisant en particulier les techniques des tests de résistance. Ces tests pouvant fournir des informations précieuses pour conforter l'évaluation des risques pesant sur la stabilité financière, leur utilisation s'est généralisée ces dernières années. Toutefois, la plupart des études réalisées jusqu'à présent ont été confrontées à des limitations importantes en termes de données, notamment l'absence de données disponibles sur le revenu et le patrimoine des différents ménages ou l'impossibilité d'effectuer des comparaisons entre les pays³. En utilisant les données de l'enquête HFCS, Ampudia, van Vlokhoven et Żochowski⁴ proposent un cadre pour évaluer la vulnérabilité des ménages et procèdent à un exercice de test de résistance. De plus, dans la mesure où des informations complètes sur les bilans des ménages sont à présent disponibles, ils estiment également les pertes potentielles encourues par le système bancaire si les ménages font défaut.

Premièrement, les auteurs proposent une mesure des difficultés financières tenant compte à la fois de la solvabilité et de la position de liquidité des différents ménages. Un ménage est considéré en proie à de graves difficultés (*distressed*) si deux conditions sont remplies : (a) sa marge financière (définie comme le revenu du ménage moins les impôts, les remboursements de la dette et les frais de subsistance de base) doit être négative ; et (b) le flux négatif total (vis-à-vis de cette marge financière) sur une période donnée doit être supérieur aux actifs liquides du ménage. Afin de calibrer les frais de subsistance de base des ménages et le nombre de mois nécessaires pour satisfaire aux exigences de solvabilité, l'étude prend les données par pays relatives aux créances douteuses. Le graphique 1 utilise cette mesure pour

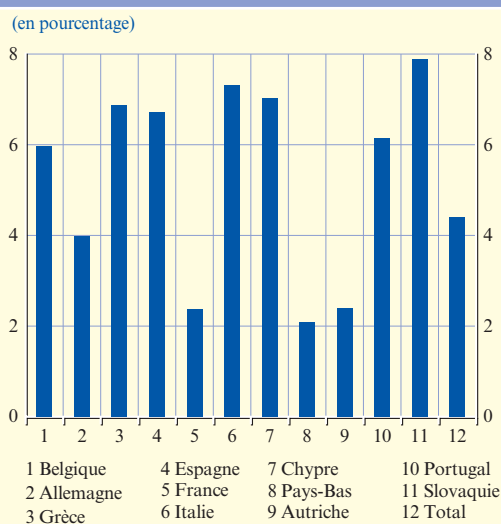
3 Pour des études utilisant les données sur les revenus, cf. : T. Beck, K. Kibuuka et E. Tiongson, *Mortgage Finance in Central and Eastern Europe – Opportunity Or Burden?*, *World Bank Policy Research Working Papers*, n° 5202, 2010 ; R. Herrala et K. Kauko, *Household loan loss risk in Finland – estimations and simulations with micro data*, *Bank of Finland Research Discussion Papers*, n° 5/2007, 2007 ; N. Sugawara et J. Zaldueño, *Stress-Testing Croatian Households with Debt-Implications for Financial Stability*, *World Bank Policy Research Working Papers*, n° 5906, 2011 ; et S. Zajączkowski et D. Żochowski, *The distribution and dispersion of debt burden ratios among households in Poland and its implications for financial stability*, *IFC Bulletin*, n° 26, BRI, p. 62-74. Deux autres études utilisent l'enquête HFCS à des fins similaires, en s'intéressant à des pays en particulier : N. Albacete et P. Lindner, *Household Vulnerability in Austria – A Microeconomic Analysis Based on the Household Finance and Consumption Survey*, *Financial Stability Report*, n° 25, Oesterreichische Nationalbank, juin 2013, p. 57-73 ; Et FMI, *Spain : Vulnerabilities of Private Sector Balance Sheets and Risks to the Financial Sector – Technical Notes*, *IMF Country Report* n° 12/140, juin 2012.

4 Cf. M. Ampudia, H. van Vlokhoven et D. Żochowski, *Financial fragility of euro area households*, *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

estimer le pourcentage de ménages endettés en proie à de graves difficultés dans différents pays.

En utilisant cette mesure des difficultés des ménages, les auteurs procèdent alors à un exercice de test de résistance sur le secteur des ménages, en analysant l'incidence de divers chocs défavorables sur leurs difficultés financières. Cette section rend compte de l'incidence que les chocs sur l'emploi, les taux d'intérêt et les prix des logements exercent sur divers indicateurs du risque de crédit selon les pays : (a) le pourcentage de ménages vulnérables, qui peut être utilisé comme indicateur de la probabilité de défaut des ménages ; (b) l'exposition au défaut, qui représente le pourcentage de la dette totale détenue par les ménages en difficulté ; et (c) la perte en cas de défaut (*loss given default*), qui représente les pertes (déduction faite des garanties) encourues par le secteur financier en cas de défaut des ménages en difficulté. Ces pertes sont calculées à partir de différents scénarios, en fonction du montant des actifs que les banques peuvent saisir en cas de défaut.

Graphique 1 Pourcentage estimé de ménages endettés en grande difficulté



Sources : Enquête HFCS et calculs de la BCE.

Notes : Les données pour l'Espagne se rapportent à 2008 ; les données pour la Grèce et les Pays-Bas se rapportent à 2009 ; les données pour tous les autres pays se rapportent à 2010. Le total correspond aux 11 pays repris dans le graphique.

Tableau Estimation de l'incidence des chocs sur le pourcentage de ménages en grande difficulté

(en pourcentage)

Pays	Belgique	Allemagne	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	Portugal	Slovaquie	Total
Référence	6,0	4,0	6,9	6,7	2,4	7,3	7,0	6,1	7,9	4,7
Choc de taux d'intérêt	6,3	4,0	7,8	8,8	2,4	7,5	7,6	7,5	8,0	5,1
Choc sur l'emploi	6,0	4,1	7,5	7,1	2,5	7,4	7,3	6,4	8,4	4,9
Choc conjugué	6,3	4,1	8,5	9,1	2,5	7,7	8,0	7,7	8,5	5,3

Sources : Enquête HFCS et calculs de la BCE.

Notes : Le choc de taux d'intérêt correspond à une augmentation de 300 points de base des taux d'intérêt sur tous les prêts aux ménages. Le choc sur l'emploi se définit comme une hausse de 5 points de pourcentage du taux de chômage. On suppose que les personnes qui perdent leur emploi perçoivent des allocations chômage. Les données pour l'Espagne se rapportent à 2008 ; les données pour la Grèce se rapportent à 2009 ; les données pour tous les autres pays se rapportent à 2010. Par ailleurs, le total correspond aux neuf pays repris dans le tableau.

Le tableau présente les chiffres de référence indiquant le pourcentage de ménages en difficulté au moment de l'enquête (2008 pour l'Espagne, 2009 pour la Grèce et 2010 pour tous les autres pays)⁵. Il présente également la situation dans le cadre de trois scénarios différents, retraçant l'incidence (a) d'une augmentation de 300 points des taux d'intérêt, (b) d'une hausse de 5 points de pourcentage du taux de chômage et (c) des deux chocs conjugués. Si l'on considère tous les pays de l'échantillon globalement, les effets de tels chocs sont relativement limités, le choc conjugué faisant passer le pourcentage de ménages en difficulté de 4,7 % à 5,3 %. Au niveau des différents pays, toutefois, les résultats varient assez fortement. Par exemple, l'incidence de ce choc conjugué est négligeable en France et en Allemagne (le pourcentage de ménages en difficulté passant de 2,4 % à 2,5 % et de 4,0 % à 4,1 %, respectivement), mais relativement importante en Espagne (où le chiffre correspondant passe de 6,7 % à 9,1 %). Les résultats dépendent essentiellement de la prévalence relative des prêts hypothécaires à taux fixe et à taux variable dans chaque pays, un facteur qui détermine la transmission

⁵ Les Pays-Bas et l'Autriche sont exclus de cette analyse en raison de la taille réduite des échantillons de ménages en difficulté.

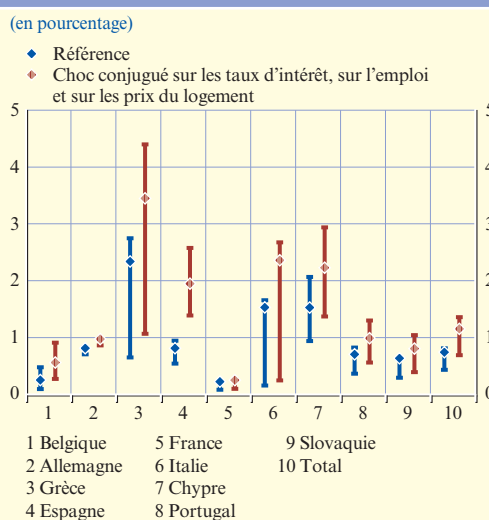
du choc de taux d'intérêt. Les ménages semblent plus vulnérables dans les pays où le pourcentage de prêts hypothécaires à taux variable est élevé. Ces chiffres reflètent également le caractère restrictif des précédentes politiques des banques en matière de prêts ainsi que l'aversion au risque des ménages, qui détermine en fin de compte l'importance du coussin de sécurité (comprenant le revenu et les actifs liquides) conservé par les ménages endettés.

Les auteurs estiment également l'incidence que de tels chocs exerceraient sur la perte en cas de défaut. Cette dernière est une mesure essentielle des pertes sur prêts que les banques pourraient subir si les ménages venaient à faire défaut et elle permet de mieux appréhender les risques que les chocs sur les prix des logements font courir aux banques. Le graphique 2 présente les variations de la perte en cas de défaut qui résulteraient de la conjonction d'un choc sur les taux d'intérêt, d'un choc sur l'emploi et d'un choc sur les prix des logements. Il montre les résultats obtenus avec trois scénarios différents, en fonction du montant des actifs d'un ménage qu'une banque pourrait recouvrer après un défaut, à savoir : (a) tous les actifs ; (b) tous les actifs liquides, plus la valeur d'un bien immobilier si le ménage est titulaire d'un prêt immobilier assorti d'une hypothèque ; et (c) tous les actifs liquides, plus la valeur d'un bien immobilier, une décote de 20 % étant cependant appliquée à cette dernière (reflétant le fait que la banque peut être obligée d'accepter un prix plus bas si une cession rapide de l'actif est nécessaire).

En France et en Allemagne, les trois scénarios de perte en cas de défaut ne présentent que des différences mineures. En particulier, le fait de diminuer la valeur des garanties n'a pratiquement aucun effet, ce qui laisse penser que les dettes des ménages français et allemands sont relativement bien couvertes par des actifs. En revanche, la réduction de la valeur des garanties peut augmenter de façon significative les pertes encourues par les banques en Grèce, en Espagne et à Chypre. Globalement, les risques pesant sur le secteur financier sont limités : dans aucun pays de la zone euro, les pertes potentielles n'excèdent 5 % de la dette totale des ménages, même dans le pire scénario.

Au total, le cadre défini par Ampudia, van Vlokhoven et Żochowski fournit une plateforme pour évaluer à la fois les risques que le secteur des ménages fait peser sur la stabilité financière et l'hétérogénéité éventuelle du mécanisme de transmission monétaire. Ces deux aspects sont particulièrement pertinents du point de vue de la BCE, non seulement s'agissant de la mise en place du Mécanisme de surveillance unique et de la prise en charge par la BCE de diverses responsabilités en matière de politique macroprudentielle, mais également pour comprendre la façon dont fonctionne le mécanisme de transmission monétaire dans toutes les parties de la zone euro lorsque les ménages sont en difficulté.

Graphique 2 Estimations de la perte en cas de défaut



Sources : Enquête HFCS et calculs de la BCE.

Notes : Le choc de taux d'intérêt correspond à une augmentation de 300 points de base des taux d'intérêt sur tous les prêts aux ménages. Le choc sur l'emploi se définit comme une hausse de 5 points de pourcentage du taux de chômage. On suppose que les personnes qui perdent leur emploi perçoivent des allocations chômage. Le choc sur les prix des logements représente une décote de 20 % de la valeur de l'immobilier. Trois estimations différentes sont fournies, à partir de différentes hypothèses relatives aux actifs qu'une banque peut recouvrer en cas de défaut. Le bas du trait représente un scénario dans lequel la banque est à même de recouvrer l'intégralité des actifs du ménage. Le losange indique un scénario dans lequel la banque est à même de recouvrer tous les actifs liquides, augmentés de la valeur des garanties si le ménage a une hypothèque. Le haut du trait est fondé sur les mêmes hypothèses que le losange, mais la valeur de l'immobilier fait l'objet d'une décote de 20 % car le prix d'achat d'un actif a tendance à se situer en dessous de sa valeur de marché en cas de vente forcée. Par ailleurs, le total correspond aux neuf pays repris dans le graphique.

3 LA COMBINAISON DE DONNÉES AGRÉGÉES ET DE DONNÉES AU NIVEAU DES MÉNAGES

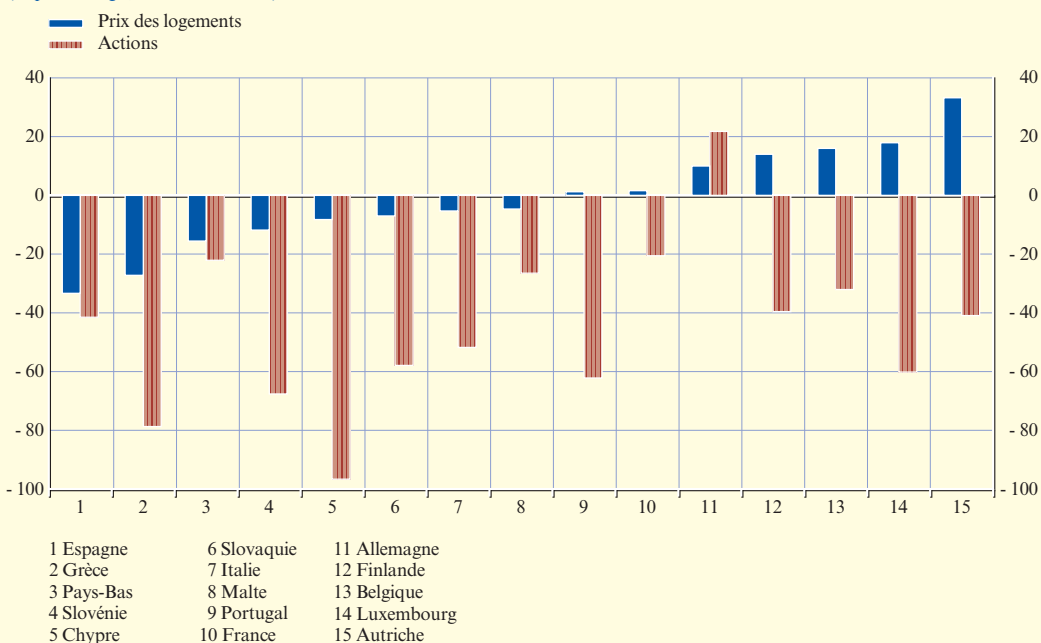
Cette section montre comment il est possible d'optimiser l'utilité de l'enquête HFCS pour la politique monétaire et l'évaluation de la stabilité financière en combinant les données qu'elle génère avec des données agrégées (qui sont publiées dans un délai plus court). Elle analyse ensuite comment cette série de données étendue peut être utilisée pour évaluer l'incidence des chocs de richesse des ménages et pour déterminer les implications de cette dynamique de richesse sur leur consommation.

Jusqu'à présent, la série de données de l'enquête HFCS ne repose que sur une seule vague d'enquête (même si une deuxième vague est actuellement en cours). Cette série contient une masse considérable de données détaillées relatives à la composition des bilans des ménages pour la période autour de 2010 (année de référence pour la plupart des pays) et complète ainsi les données agrégées existantes.

Contrairement aux périodes normales, où les variations de la distribution du patrimoine et de la structure des actifs et des passifs sont généralement faibles et progressives, les ménages ont connu ces dernières années des changements très importants des prix des actifs (cf. graphique 3)⁶. Par conséquent, la série de données de l'enquête HFCS représente un aperçu des évolutions passées et ne reflète pas avec exactitude l'état actuel des bilans des ménages.

Graphique 3 Croissance des prix des actifs

(en pourcentage ; T1 2008 à T2 2013)



Sources : BCE, Thomson Reuters et sources nationales.

⁶ Selon les informations disponibles tirées des enquêtes menées aux États-Unis et en Espagne sur la situation financière, respectivement, des consommateurs et des ménages (*US Survey of Consumer Finances* et *Spanish Survey of Household Finances*), les variations des prix constituent les principaux facteurs de la détention d'actifs, les taux de participation pour les différents types d'actifs ne se modifiant que très progressivement au fil du temps. Cf. J. Bricker, L. J. Dettling, A. Henriques, J. W. Hsu, K. B. Moore, J. Sabelhaus, J. Thompson et R. A. Windle, *Changes in U.S. Family Finances from 2010 to 2013 : Evidence from the Survey of Consumer Finances*, *Federal Reserve Bulletin*, vol. 100(4), 2014 et Banco de España, *Survey of Household Finances (EFF) 2011 : Methods, Results and Changes Since 2008*, *Economic Bulletin*, janvier 2014.

Afin d'atténuer cet inconvénient, il est possible d'étendre les données de l'enquête HFCS en utilisant des données agrégées spécifiques aux pays, qui sont plus à jour que les données au niveau des ménages. Un groupe d'auteurs de la BCE ⁷ a récemment actualisé les données pour chaque type d'actifs et pour chaque composante des revenus (ainsi que pour le taux du service de la dette), en utilisant leurs contreparties agrégées au niveau des pays ⁸.

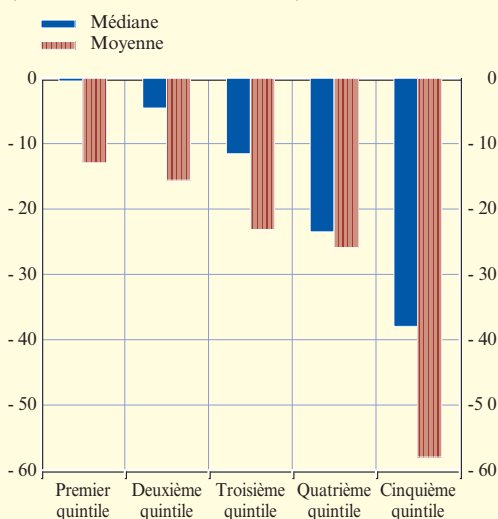
Cette procédure d'approximation n'est pas censée être une alternative à la collecte de données réelles au niveau des ménages, puisqu'elle néglige une part importante de la variation spécifique aux ménages dans les données et ne tient pas compte de leurs réactions comportementales. Cependant, ces données approximatives présentent malgré tout une hétérogénéité significative, à la fois entre les pays et entre l'ensemble des ménages : il est donc possible d'utiliser la série de données étendue pour quantifier les chocs économiques affectant différents types de ménages.

La série de données étendue permet d'analyser la distribution actuelle du patrimoine, ainsi que les changements intervenus au cours des perturbations financières récentes. C'est ainsi qu'en examinant la période allant du premier trimestre 2008 au deuxième trimestre 2013 (qui couvre la crise financière), nous pouvons estimer si le patrimoine des ménages à faible revenu a été affecté différemment de celui des ménages à revenu élevé. Le graphique 4 illustre les estimations des variations de la médiane et de la moyenne du patrimoine net des ménages pour les cinq quintiles de revenus. Le patrimoine net a diminué pour l'ensemble des quintiles, les baisses allant de 400 à 38 000 euros pour la médiane et de 13 000 à 58 000 euros pour la moyenne. Les reculs ont été plus importants pour les ménages disposant de revenus élevés : ce sont eux, en effet, qui détiennent le plus d'actifs risqués (tels que l'immobilier et les actions), dont la valeur a fléchi dans la plupart des pays au cours de la période sous revue (cf. graphique 3). Parallèlement, même dans le quintile des revenus les plus faibles, près de la moitié des ménages sont propriétaires de leur logement. Les prix des logements ayant assez sensiblement diminué dans de nombreux cas, les baisses du patrimoine des ménages ont concerné l'ensemble des quintiles de revenus.

De nombreux auteurs ont estimé l'effet que les variations de patrimoine ont entraîné sur la consommation des ménages ⁹. La première vague de l'enquête HFCS ne couvre pas la consommation

Graphique 4 Estimation des variations de la médiane et de la moyenne du patrimoine net d'un ménage, suivant les quintiles de revenus

(en milliers d'euros ; T1 2008 à T2 2013)



Sources : Enquête HFCS et calculs de la BCE.

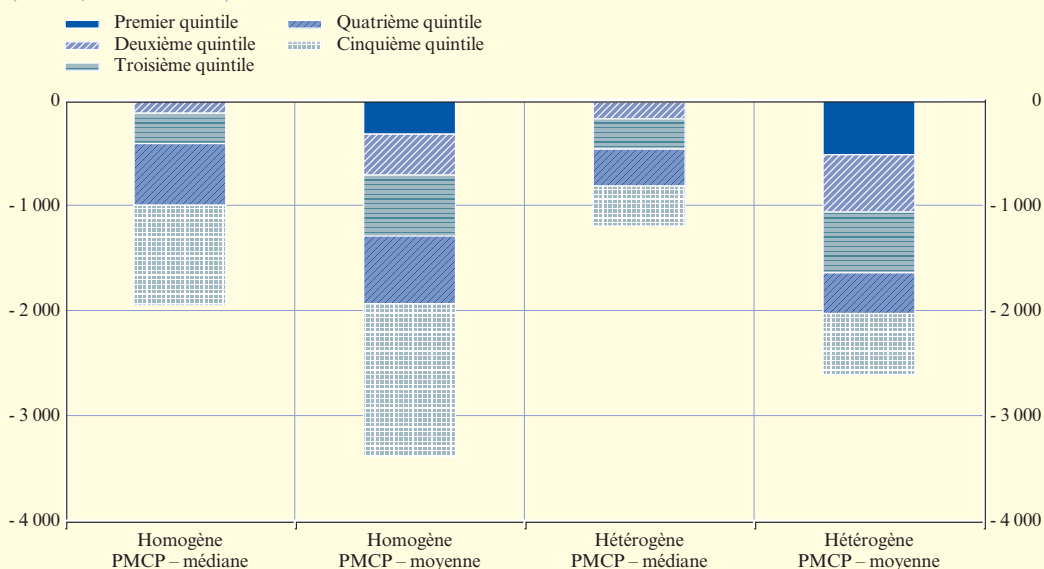
⁷ Cf. M. Ampudia, A. Pavlickova, J. Slacalek et E. Vogel, *Household heterogeneity in the euro area since the onset of the Great Recession*, Working Paper Series, n° 1705, BCE, 2014.

⁸ Pour l'immobilier (catégorie la plus importante puisqu'elle représente le principal actif détenu par la plupart des ménages de la zone euro), les auteurs utilisent les évolutions des prix des logements. Pour les autres types d'actifs, ils utilisent des indices d'actions et d'obligations cotées et non cotées. Du côté des engagements, ils supposent que la dette est constante en termes réels, ce qui est conforme aux évolutions des engagements agrégés des ménages de la zone euro observées depuis 2008. Le patrimoine net se définit comme la somme des actifs réels et financiers, nette du total des engagements. Le service de la dette est corrigé selon que les crédits hypothécaires sont à taux fixe ou variable, en utilisant les variations effectives des taux d'intérêt concernés pour les prêts immobiliers et les prêts à la consommation à taux variable. Cette procédure est comparable à celle qui a été réalisée par un autre groupe d'auteurs pour les États-Unis (cf. J. Krimmel, K. B. Moore, J. Sabelhaus et P. Smith, *The Current State of U.S. Household Balance Sheets*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, vol. n° 95(5), 2013).

⁹ Cf. , notamment, J. Slacalek, *What Drives Personal Consumption ? The Role of Housing and Financial Wealth*, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. n° 9(1), 2009, Article 37.

Graphique 5 Estimation des variations de la consommation d'un ménage, suivant les scénarios et les quintiles de revenus

(en euros ; T1 2008 à T2 2013)



Sources : Enquête HFCS et calculs de la BCE.

Note : PMCP représente la propension marginale à consommer par rapport au patrimoine.

des ménages de façon très détaillée et ne permet donc pas d'évaluer l'effet de richesse (il est à noter que l'encadré du présent article décrit une méthode permettant d'estimer les dépenses de consommation). Il est toutefois possible de déterminer les effets des variations du patrimoine des ménages (indiquées par le graphique 4) pour certaines hypothèses de valeur de la propension marginale à consommer par rapport au patrimoine, c'est-à-dire la variation de consommation (en euros) entraînée par une variation de patrimoine de 1 euro.

Deux scénarios sont examinés pour cette propension : un scénario homogène, dans lequel la propension marginale à consommer de l'ensemble des ménages est égale à 0,025 ; et b) un scénario hétérogène dans lequel les ménages des cinq quintiles de revenus ont des propensions de 0,040, 0,035, 0,025, 0,015 et 0,010, respectivement. Ce dernier scénario est conforme à l'abondante littérature empirique qui constate que les ménages pauvres réagissent plus fortement aux chocs de richesse (cf. , par exemple, l'étude récente de Mian, Rao et Sufi ¹⁰).

Comme l'illustre le graphique 5, les variations du patrimoine médian et moyen ont entraîné un recul des dépenses de consommation allant de 1 200 à 3 400 euros par ménage. Les baisses de la consommation sont plus importantes pour les spécifications utilisant le patrimoine moyen (qui a diminué plus fortement que le patrimoine médian) et une propension marginale à consommer homogène (les ménages aux revenus plus élevés ayant enregistré des pertes plus importantes). Le graphique indique également la part du recul de la consommation agrégée qui peut être attribuée à chaque quintile de revenu. En tenant compte d'une propension marginale à consommer hétérogène, les zones grisées apparaissent comme étant de dimension assez comparable, ce qui signifie que même les ménages pauvres sont à l'origine d'une baisse significative de la consommation agrégée, malgré leurs revenus et leur patrimoine largement plus faibles.

10 Cf. A. Mian, K. Rao et A. Sufi, *Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump*, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. n°128(4), 2013.

Encadré

**COMBINAISON DE L'ENQUÊTE HFCS ET DE L'ENQUÊTE D'EUROSTAT SUR LE BUDGET DES MÉNAGES
POUR OBTENIR DES INFORMATIONS SUR LA CONSOMMATION DES MÉNAGES**

Les données tirées de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages (HFCS) fournissent une description précise du patrimoine, de l'endettement et du revenu des ménages. Le questionnaire HFCS étant déjà très exigeant, il serait difficile d'y ajouter de nouvelles questions relatives à la consommation. Toutefois, il est possible d'estimer la consommation totale des ménages en reliant les informations limitées de l'enquête HFCS (qui ont trait uniquement aux dépenses alimentaires) aux informations détaillées relatives à la consommation tirées de l'enquête d'Eurostat sur le budget des ménages (EBM) reposant sur la tenue d'un journal. Ces données peuvent être utilisées, notamment, pour analyser l'hétérogénéité des dépenses entre les pays et estimer l'ampleur des effets de richesse sur la consommation.

Informations sur la consommation des ménages tirées de l'enquête EBM

Selon l'EBM 2010, la consommation annuelle moyenne des ménages de la zone euro s'élevait à 29 300 euros. Tandis que les dépenses moyennes des ménages allemands, français et italiens étaient proches de ce montant, on observait d'importantes différences entre les autres pays. Par exemple, la consommation des ménages luxembourgeois était, en moyenne, cinq fois plus forte que celle des slovaques. En outre, on a constaté que la consommation dans la zone euro était fortement liée au revenu : la consommation moyenne pour le quintile inférieur des revenus était inférieure à la moitié de celle du quintile supérieur. La consommation moyenne variait également en fonction de l'âge des membres du ménage et de la composition du foyer.

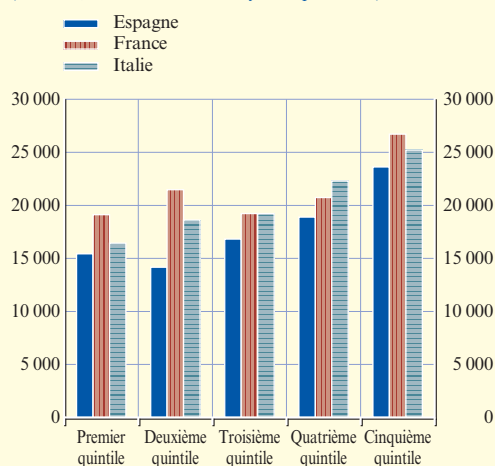
En moyenne, les produits alimentaires et les boissons non alcoolisées représentaient 14,6 % des dépenses totales, mais cette proportion est très variable d'un pays à l'autre, se situant entre seulement 8,8 % au Luxembourg et 22,0 % en Slovaquie. Ainsi, les variations entre pays de la consommation de produits alimentaires étaient plus faibles que les différences en matière de consommation totale. De plus, la consommation de produits alimentaires était affectée par la composition et les caractéristiques des ménages : dans presque tous les pays, la proportion de la consommation totale consacrée à l'alimentation augmentait avec l'âge et diminuait avec l'augmentation du revenu.

**Estimation de la consommation des ménages
à l'aide des données de l'EBM**

Cet encadré présente les premières estimations de la consommation des ménages utilisant à la fois les données de l'enquête HFCS et celles de l'EBM, lesquelles reposent sur les valeurs ajustées d'équations estimées à partir des données de l'EBM. Ces équations permettent d'établir un lien entre la consommation et les variables observables communes aux deux enquêtes, HFCS et EBM. Notons qu'il

**Graphique Consommation médiane estimée
de biens non durables, ventilée par quintiles
de patrimoine net**

(en euros ; données annuelles moyennes pour 2010)



Sources : Enquêtes HFCS et EBM et calculs de la BCE.

est essentiel de tenir compte des caractéristiques différentes des ménages pour l'estimation de leur consommation individuelle. De premières estimations provisoires de la consommation totale à l'échelle des ménages individuels sont aujourd'hui disponibles pour l'Espagne, la France et l'Italie, pays où les microdonnées de l'EBM sont disponibles pour l'année 2010. Les résultats montrent une relation claire entre patrimoine net et consommation (cf. graphique). Cette relation ne pouvait être établie à partir des seules données de l'EBM, cette enquête ne donnant aucune information sur le patrimoine.

La baisse inattendue de la consommation relevée en France (entre le deuxième et le troisième quintile) résulte de l'endettement. Les ménages du troisième quintile de patrimoine net sont plus susceptibles d'être endettés et d'avoir des ratios de service de la dette rapporté au revenu plus élevés, ce qui a tendance à réduire leur consommation.

Ces premiers résultats sont prometteurs et devraient à terme être élargis aux autres pays de la zone euro. Lorsque les données relatives à la consommation seront disponibles, il sera possible de calculer les taux d'épargne en utilisant les données relatives au revenu disponible tirées des informations sur les revenus bruts fournies par l'enquête HFCS. Bien qu'il repose sur des estimations, ce processus d'enrichissement des données permet aux utilisateurs des données de l'enquête HFCS d'étudier les déterminants de la consommation à l'échelle des ménages individuels pour un grand nombre de pays.

4 VARIATIONS DE LA RÉPARTITION DES TENSIONS FINANCIÈRES SUR LES MÉNAGES

La série étendue de données de l'enquête HFCS peut également être utilisée pour avoir une approximation de la répartition des tensions financières sur les ménages de la zone euro (mesurées, par exemple, par le ratio service de la dette/revenu) et de son évolution depuis la crise financière. Le ratio mentionné ci-dessus permet d'évaluer la capacité des ménages à contracter de nouveaux prêts ou à assurer le service de la dette existante et sert d'indicateur de leur capacité à faire face à des chocs financiers (et d'alternative à la mesure examinée dans la section 2). Le ratio service de la dette/revenu a récemment été affecté par deux facteurs opposés, d'ampleur variable selon les pays et les ménages : a) une baisse des taux d'intérêt et b) une hausse des taux de chômage (ayant entraîné une diminution de revenu pour certains ménages).

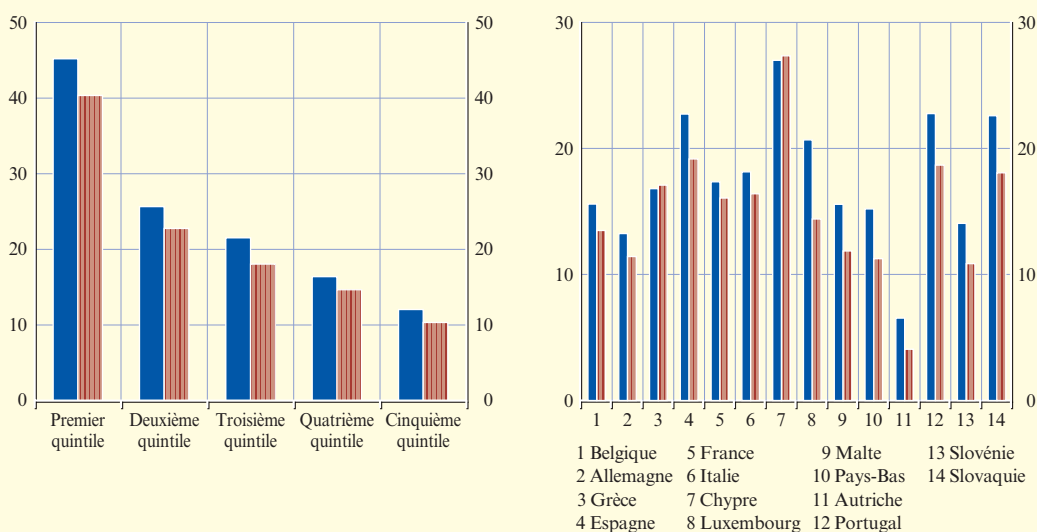
Le graphique 6 montre comment les variations estimées des taux des crédits hypothécaires et des revenus ont affecté au cours de la période sous revue les ratios médians « service de la dette hypothécaire/revenu » des ménages en fonction des quintiles de revenus. Les importantes baisses des taux des crédits hypothécaires (entre 150 et 250 points de base dans la plupart des pays) ont entraîné des diminutions des ratios du service de la dette hypothécaire pour l'ensemble des quintiles de revenus. Ce sont les ménages situés dans le quintile inférieur qui en ont le plus bénéficié, leurs ratios médians baissant de près de 5 points de pourcentage (contre un recul de moins de 2 points de pourcentage pour le quintile supérieur). La partie droite montre que ces ratios ont également connu une évolution hétérogène selon les pays. Tandis que les baisses étaient particulièrement fortes dans les pays où les crédits hypothécaires à taux variable sont plus répandus (comme l'Espagne, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal), ces ratios ont en revanche légèrement augmenté en Grèce et à Chypre en raison d'une hausse considérable du taux de chômage.

Les simulations réalisées par Ampudia, Pavlickova, Slacalek et Vogel (cf. note de bas de page n° 7)

Graphique 6 Estimation de la répartition des ratios médians « service de la dette hypothécaire/revenu » des ménages suivant les quintiles de revenus et les pays

(en pourcentage)

■ T1 2008
■ T2 2013



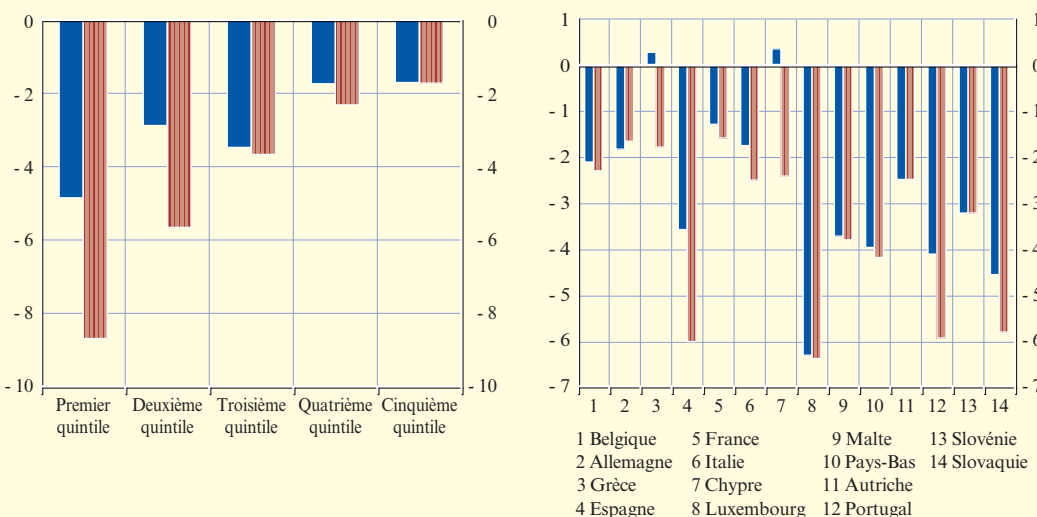
Sources : Enquête HFCS et calculs de la BCE.

permettent de ventiler les variations projetées du ratio service de la dette/revenu entre : a) la partie imputable à la baisse des taux d'intérêt (en tenant compte du fait que certains taux sont fixes et d'autres variables) et b) la partie imputable à la variation du taux de chômage. Le graphique 7 examine comment les variations des taux de chômage ont contribué aux variations des ratios du service de la dette hypothécaire, en comparant les estimations de référence (illustrées dans le

Graphique 7 Estimation de la variation des ratios médians « service de la dette hypothécaire/revenu » suivant les quintiles de revenus et les pays, avec ou sans incidence du chômage

(en points de pourcentage ; T1 2008 à T2 2013)

■ Avec incidence du chômage
■ Sans incidence du chômage



Sources : Enquête HFCS et calculs de la BCE.

graphique 6) avec le scénario contrefactuel dans lequel le chômage est supposé constant. La partie gauche suggère que la hausse du chômage a eu un effet disproportionné sur les ménages situés dans les deux quintiles inférieurs de revenus, compensant largement les baisses de taux de leurs crédits hypothécaires. Sans l'incidence du chômage, leur ratio médian aurait diminué de 2,7 points de pourcentage supplémentaires. Là encore, la partie droite indique que les taux de chômage ont eu une incidence particulièrement forte sur ces ratios en Grèce, en Espagne, à Chypre et au Portugal. Ainsi, les hausses des taux de chômage (variables selon les pays et assez fortes dans certains cas) ont compensé certaines baisses des ratios du service de la dette hypothécaire imputables au recul des taux d'intérêt ¹¹.

L'analyse présentée dans les sections 3 et 4 illustre la valeur ajoutée par la série étendue de données de l'enquête HFCS. Cette série de données est disponible lorsque des informations rapides sont nécessaires concernant la répartition des bilans des ménages et des tensions financières qu'ils subissent.

5 CONCLUSION

Le présent article montre que les données au niveau des ménages permettent d'enrichir l'analyse d'autres données macroéconomiques et de conforter l'évaluation de la stabilité financière. Contrairement à la variation assez limitée des données macroéconomiques observée au fil du temps, l'hétérogénéité entre les ménages est importante et largement répandue et elle a une forte incidence sur leur comportement économique. Les données au niveau des ménages permettent d'étudier cette hétérogénéité en s'attachant à des types spécifiques de ménages. Par ailleurs, les réactions différentes des ménages sont intéressantes en elles-mêmes et sont susceptibles d'avoir des implications importantes à un niveau agrégé.

¹¹ Ces estimations sont comparables, sur le plan qualitatif, à celles de Ehrmann et Ziegelmeier, qui rendent compte de l'incidence d'une baisse de 300 points de base des taux d'intérêt sur les ratios de service de la dette hypothécaire des différents ménages (cf. M. Ehrmann et M. Ziegelmeier, *Household risk management and actual mortgage choice in the euro area*, Working Paper Series, n° 1631, BCE, 2014).

LES INDICATEURS D'ALERTE PRÉCOCE DES TENSIONS BUDGÉTAIRES DANS LE CADRE DE LA SURVEILLANCE BUDGÉTAIRE EUROPÉENNE

ARTICLES

Les indicateurs d'alerte précoce des tensions budgétaires dans le cadre de la surveillance budgétaire européenne

La crise de la dette souveraine dans la zone euro a eu un coût économique exceptionnellement élevé. La nécessité de renforcer la prévention des crises afin d'éviter en amont l'accumulation d'énormes déséquilibres macroéconomiques, budgétaires et financiers est donc l'une des principales leçons à en tirer. Pour fonctionner de manière efficace, la prévention doit pouvoir s'appuyer sur des indicateurs fiables et rapidement disponibles des risques susceptibles de menacer la stabilité budgétaire, d'où un très grand intérêt pour les systèmes d'alerte précoce. Dans le domaine des finances publiques, ces mécanismes sont nécessaires, en particulier pour signaler des « tensions budgétaires », qui peuvent se définir comme le risque à court terme d'une crise de liquidité souveraine. Dans la mesure où ces risques pesant sur la viabilité des finances publiques peuvent résulter directement de déséquilibres budgétaires ou, indirectement, de déséquilibres macroéconomiques ou financiers et de leur interaction, les indicateurs d'alerte précoce développés récemment se fondent sur un large éventail de variables budgétaires et non budgétaires pour identifier des signaux de tensions budgétaires. Le présent article passe en revue les progrès récemment accomplis en matière d'intégration de ces indicateurs au système européen de surveillance budgétaire, et de propositions visant à y apporter de nouvelles améliorations.

I INTRODUCTION

La crise de la dette souveraine a démontré que les préoccupations relatives à la viabilité des finances publiques pouvaient devenir virulentes, non seulement à long terme mais également à court terme. À moyen et long terme, l'évaluation de la solvabilité d'un État est primordiale. La solvabilité implique le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État, ce qui signifie que la valeur actualisée nette de ses excédents primaires futurs doit être au moins aussi élevée que celle de l'encours de la dette publique. On peut l'évaluer, par exemple, à l'aide d'une analyse de la soutenabilité de la dette. Or, les États peuvent être confrontés à un risque de crise de liquidité, même s'ils ne connaissent pas de problème de solvabilité. Ce risque de liquidité signifie qu'un État a des difficultés à accéder aux marchés financiers afin d'assurer le service de sa dette à court terme. Dans ce contexte, les tensions budgétaires peuvent être définies comme le risque à court terme de devoir faire face à une crise souveraine de liquidité, qui se caractérise par de graves difficultés de financement pour le souverain ¹.

Les épisodes de tensions budgétaires observés dans le cadre de la crise de la dette souveraine ont suscité un intérêt pour les systèmes d'alerte précoce, notamment parce que les rendements des emprunts publics et les écarts de rendement des obligations souveraines ont été largement incapables d'indiquer suffisamment tôt l'imminence de la crise ². Ces indicateurs d'alerte précoce ont principalement pour objet d'émettre des signaux fiables et rapidement disponibles concernant les risques susceptibles de menacer la stabilité budgétaire. Dans l'idéal, ils peuvent servir à identifier les mesures nécessaires pour prévenir, en tout premier lieu, l'apparition de tensions budgétaires.

Tirant les leçons de la crise de la dette, la Commission européenne a introduit, au sein du système européen de surveillance budgétaire, un indicateur d'alerte précoce (appelé « indicateur S0 ») ³ pour les risques à court terme menaçant la soutenabilité budgétaire.

1 Outre les indicateurs d'alerte précoce, les besoins de refinancement à court terme permettent également de suivre les risques à court terme pesant sur la soutenabilité budgétaire. Cf. l'article intitulé *Analyse de la soutenabilité de la dette publique dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2012.

2 Pour de plus amples informations concernant l'évolution des écarts de rendement des obligations souveraines avant et durant la crise, cf. l'article intitulé *Les déterminants des écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro pendant la crise* du *Bulletin mensuel* de mai 2014.

3 Pour des informations concernant l'indicateur S0, cf. le rapport 2012 de la Commission européenne sur la viabilité budgétaire (*Fiscal Sustainability Report 2012*), *European Economy* n° 8/2012, 2012. L'indicateur est décrit en détail dans K. Berti, M. Salto et M. Lequien, *An early-detection index of fiscal stress for EU countries*, *European Economy – Economic Papers* n° 475, Bruxelles, 2012.

Le présent article étudie les concepts d'indicateurs d'alerte précoce pour les tensions budgétaires, analyse l'intégration de ces indicateurs au système européen de surveillance budgétaire et propose des pistes pour les améliorer davantage encore.

L'article est structuré de la manière suivante : la section 2 présente l'approche générale en matière de systèmes d'alerte précoce, s'appuyant sur l'approche des signaux, y compris la définition des tensions budgétaires et le choix des déterminants potentiels de ces tensions. La section 3 étudie la configuration et les performances des indicateurs d'alerte précoce pour les tensions budgétaires utilisés dans le cadre européen de surveillance budgétaire et propose de nouvelles améliorations. La section 4 apporte des éléments de conclusion, avec une attention toute particulière aux limites que présentent ces systèmes.

2 LES SYSTÈMES D'ALERTE PRÉCOCE POUR LES TENSIONS BUDGÉTAIRES FONDÉS SUR L'APPROCHE DES SIGNAUX

La présente section débute par une brève description du concept de système d'alerte précoce fondé sur l'approche des signaux, avant de passer en revue les principaux éléments qui la constituent ainsi que leur mise en œuvre, puis examine ensuite plus en détail les avantages et les inconvénients de cette approche.

LES SYSTÈMES D'ALERTE PRÉCOCE FONDÉS SUR L'APPROCHE DES SIGNAUX

Les concepts fondamentaux relatifs aux indicateurs d'alerte précoce ont été développés principalement pour les pays émergents dans le cadre d'études sur les « crises jumelles », c'est-à-dire touchant à la fois les marchés financiers et le taux de change. Dans le cadre de ces études, une approche dite « des signaux » a été développée⁴. Cette approche a également été utilisée dans le cadre des récentes crises budgétaires, et constitue l'approche standard pour la mise en place de systèmes d'alerte précoce pour la surveillance par pays⁵. L'approche des signaux utilise des données historiques d'épisodes de crise pour identifier les variables dotées des propriétés d'indicateur avancé nécessaires à l'anticipation des crises imminentes. La mise en place d'un système d'alerte précoce pour les tensions budgétaires fondé sur l'approche des signaux comporte quatre étapes fondamentales : premièrement, des critères d'identification des épisodes passés de tensions budgétaires doivent être définis. Dans un deuxième temps, un ensemble de variables doit être sélectionné en tant qu'« indicateurs avancés » potentiels des tensions budgétaires, et une « fenêtre de signalisation » doit être définie. Celle-ci détermine combien de temps à l'avance le système d'alerte précoce est capable d'indiquer des tensions budgétaires. La plupart des approches choisissent une fenêtre de signalisation d'une durée d'un an. Cela signifie qu'un signal transmis par un indicateur une année donnée indique si l'on doit s'attendre à des tensions budgétaires l'année suivante⁶. Dans un troisième temps, des seuils critiques sont calculés pour chacun des indicateurs avancés, à partir des données historiques relatives à ces indicateurs ainsi que des épisodes antérieurs de tensions budgétaires. Le calcul de ces seuils critiques

4 G.L. Kaminsky et C.M. Reinhart ont apporté une contribution majeure dans *The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems*, *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, 1999 ainsi que G.L. Kaminsky, S. Lizondo et C.M. Reinhart dans *Leading indicators of currency crises*, *IMF Staff Papers*, vol. 45, n° 1, 1998. Un examen de l'approche et de ses alternatives sont disponibles dans A. Berg et C. Pattillo, *Predicting currency crises: the indicators approach and an alternative*, *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, et dans B. Candelon, E.I. Dumitrescu C. Hurlin, *How to evaluate an Early Warning System? Towards a Unified Statistical Framework for Assessing Financial Crises Forecasting Methods*, *IMF Economic Review*, vol. 60, 2012, 75-113.

5 Elle est utilisée, par exemple, dans des études récentes de la Commission européenne (cf. K. Berti, M. Salto et M. Lequien, *An early-detection index of fiscal stress for EU countries*, *European Economy – Economic Papers* 475, Brussels, 2012) et du FMI (cf. E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu et S. Mazraani, *Assessing fiscal stress*, *IMF Working Paper* n° 11/100, 2011). Une deuxième approche importante dans ce domaine et qui n'est pas évoquée dans le présent article concerne les régressions multivariées à partir de modèles probit ou logit. Ces modèles sont utilisés, par exemple, dans A. Berg et C. Pattillo, *Predicting currency crises: the indicators approach and an alternative*, *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, 1999 et dans M. Bussiere et M. Fratzscher, *Towards a New Early Warning System of Financial Crises*, *Journal of International Money and Finance*, vol. 25, 2006, 953-973.

6 Les données annuelles relatives aux variables budgétaires et macroéconomiques étant disponibles seulement avec un décalage, le laps de temps entre l'émission d'un signal et l'apparition attendue de tensions budgétaires peut même dans ce cas être inférieur à un an.

est au cœur de l'approche des signaux, car ils déterminent si une variable émet ou non un signal de crise. La quatrième étape consiste à agréger les différents indicateurs avancés en indices composites capables de signaler des tensions budgétaires, à des fins de surveillance budgétaire. La mise en œuvre de ces quatre étapes dans le cadre d'un système d'alerte précoce pour les tensions budgétaires est examinée ci-après.

LA DÉFINITION ET L'IDENTIFICATION DES ÉPISODES DE TENSIONS BUDGÉTAIRES

Les tensions budgétaires peuvent être définies comme les risques à court terme pesant sur la soutenabilité budgétaire, qui se caractérisent par de graves difficultés de financement⁷. Plusieurs critères différents peuvent être utilisés pour identifier avec certitude ces graves difficultés de financement. Dans les cas les plus sévères, les épisodes de tensions budgétaires se caractérisent par un défaut sur la dette publique ou une restructuration de la dette⁸. Toutefois, les épisodes de tensions budgétaires ne se limitent pas aux événements de défaut, dans la mesure où les pays qui connaissent ce genre de tensions ont la possibilité de demander une aide financière officielle. Celle-ci peut, par exemple, revêtir la forme d'un programme de soutien du FMI ou, pour les pays de la zone euro, du Mécanisme européen de stabilité⁹. Le recours à un financement officiel exceptionnel peut donc également servir de critère d'identification des tensions budgétaires. En définissant les tensions budgétaires à partir de ces seuls critères, le risque existe de « rater » des épisodes pertinents de graves difficultés de financement, même si l'accès aux marchés est encore possible. On peut qualifier de tensions budgétaires les périodes qui se caractérisent par une forte détérioration de l'accès aux marchés, sous la forme d'écarts de rendement souverains particulièrement élevés¹⁰. Ces trois critères (défauts, recours à l'aide financière officielle à caractère exceptionnel et écarts de rendement importants) constituent la définition classique des tensions budgétaires, utilisée dans les contributions les plus récentes.

LES DÉTERMINANTS POSSIBLES DES TENSIONS BUDGÉTAIRES

Les tensions budgétaires peuvent résulter d'un grand nombre de facteurs différents. Il se peut, par exemple, que des politiques budgétaires inappropriées soient suivies, aboutissant à des ratios de dette et de déficit élevés, qui font peser un risque sur la viabilité des finances publiques et sont donc directement responsables des tensions budgétaires. Toutefois, les politiques budgétaires inappropriées ne sont pas nécessairement une condition préalable à l'apparition de tensions budgétaires. Des difficultés de financement peuvent également résulter d'importants chocs macroéconomiques défavorables, qui accentuent les déficits budgétaires, notamment par le jeu des stabilisateurs automatiques, et poussent le ratio de dette à la hausse, directement par le biais de l'effet dénominateur.

Comme cela a été constaté durant la crise, les déséquilibres du secteur privé peuvent également aggraver les déséquilibres budgétaires, par le biais, par exemple, de déficits courants élevés et persistants, qui résultent souvent d'une perte de compétitivité¹¹. Les processus d'ajustement économique requis, dans

7 Cette définition est proposée par E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu et S. Mazraani, *Assessing fiscal stress*, IMF Working Paper n° 11/100, 2011, et également appliquée par K. Berti, M. Salto et M. Lequien, *An early-detection index of fiscal stress for EU countries*, *European Economy – Economic Papers* n° 475, Bruxelles, 2012.

8 Pour de plus amples détails, cf. R. Hemming, M. Kell et A. Schimmelpfennig, *Fiscal vulnerability and financial crises in emerging market economies*, IMF Occasional Paper n° 218, 2003, ou P. Manasse, N. Roubini et A. Schimmelpfennig, *Predicting sovereign debt crises*, IMF Working Paper 03/221, 2003. Les défauts souverains peuvent être directs ou implicites. Un défaut implicite peut résulter d'un taux d'inflation particulièrement élevé. Selon la littérature, le niveau critique de taux d'inflation correspondant à un défaut implicite dans les économies avancées correspond à 35 % en rythme annuel. Cf. F. Sturzenegger et J. Zettelmeyer, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, MIT Press, 2007.

9 Cf. l'article intitulé *Le Mécanisme européen de stabilité* du *Bulletin mensuel* de juillet 2011.

10 Une détérioration aussi brutale des conditions d'accès au marché est habituellement symbolisée par des écarts de rendement supérieurs d'au moins deux écarts-types à la moyenne propre à chaque pays. Dans l'hypothèse d'une distribution normale des écarts de rendement, cela signifierait que seuls les 2,5 % d'écarts les plus élevés observés au sein de l'échantillon sont capables d'identifier un événement de crise.

11 Avec le cadre de gouvernance renforcé, ces déséquilibres font également l'objet d'un suivi dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Cf. les encadrés intitulés *La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2013* du *Bulletin mensuel* de mai 2013, et *Principaux défis pour la surveillance des politiques économiques et budgétaires dans le cadre du Semestre européen 2014* du *Bulletin mensuel* de mars 2014.

un contexte généralement de croissance faible, peuvent alors entraîner une détérioration des finances publiques, dans la mesure où les recettes fiscales diminuent et les dépenses à engager augmentent.

Outre ces facteurs, il existe d'importantes interactions entre les secteurs financier, budgétaire et réel, qui peuvent également créer une vulnérabilité aux tensions budgétaires¹². Dans le cas d'une crise financière faisant suite à l'éclatement d'une bulle immobilière au sein d'une économie dont le secteur privé affiche un niveau élevé d'endettement, par exemple, les mesures de soutien au secteur financier prises par l'État peuvent contribuer à une forte détérioration des finances publiques. Cela peut entraîner une diminution du prix des emprunts publics, qui pèserait à son tour lourdement sur les bilans des banques et pourrait également réduire l'offre de crédit, créant ainsi un effet de rétroaction négatif entre marchés de la dette souveraine, économie réelle et secteur financier. Un effet similaire pourrait également être déclenché par un niveau élevé d'exposition des banques à la dette souveraine. Une chute des prix des emprunts publics en raison de préoccupations relatives à la soutenabilité budgétaire suscitées par des politiques budgétaires inappropriées pourrait facilement provoquer une crise bancaire.

Par conséquent, un système d'alerte précoce pour les tensions budgétaires doit comporter des variables non seulement budgétaires mais également macroéconomiques et financières. Dans l'idéal, les interdépendances entre les différentes variables devraient être prises en compte pour remédier au risque d'effet de rétroaction négatif.

CALCUL DES SEUILS CRITIQUES POUR LES INDICATEURS D'ALERTE PRÉCOCE

L'identification de seuils critiques pour les différentes variables servant d'indicateurs est au cœur de la théorie des signaux. Ces seuils déterminent si ces variables envoient ou non un signal de crise. Dans l'idéal, les indicateurs d'alerte précoce n'enverraient un signal de crise que si une crise se produisait effectivement (vrai signal positif), dans le cas contraire aucun signal de crise ne devrait être émis (vrai signal négatif). En pratique, toutefois, un indicateur d'alerte précoce des tensions budgétaires aussi parfait est difficile à définir, de sorte que des prédictions erronées ne peuvent pas être exclues. En général, deux types de prédictions erronées sont possibles. Premièrement, il se peut que l'indicateur d'alerte précoce n'envoie pas de signal de crise, bien que par la suite une crise se produise. Cette erreur de prédiction peut être qualifiée de « crise non décelée »¹³. Inversement, l'indicateur pourrait signaler une crise, sans qu'aucune ne se produise. L'indicateur enverrait alors une « fausse alerte »¹⁴.

La probabilité de ne pas déceler des crises et d'envoyer des fausses alertes dépend du niveau du seuil des indicateurs avancés. Par exemple, si le seuil d'une variable faisant office d'indicateur, comme le ratio de dette publique, est fixé à un niveau très bas, il est fort probable que des fausses alertes se déclencheront, la variable indicateur indiquant bien trop souvent des tensions budgétaires. Inversement, la fixation d'un seuil très élevé accroît la probabilité de ne pas déceler les crises. La détermination de seuils critiques est donc la recherche d'un équilibre entre minimiser le nombre de fausses alertes et le nombre de crises non décelées. Une méthode largement répandue pour réaliser cet équilibre consiste simplement à minimiser – sur la base des données historiques – la somme des erreurs résultant des crises non décelées et des fausses alertes¹⁵. Pour ce faire, il est possible de

12 Cf. l'article intitulé *Les interactions entre la politique monétaire et les politiques budgétaires au sein d'une union monétaire* du *Bulletin mensuel* de juillet 2012.

13 Dans la littérature, on parle d'une « erreur de deuxième espèce ».

14 Dans la littérature, on parle d'une « erreur de première espèce ».

15 Dans des contributions récentes, la méthode la plus communément utilisée a consisté à réduire au maximum l'erreur totale de mauvaise spécification, qui se définit comme la somme du ratio des fausses alertes rapportées aux situations exemptes de crise et du ratio des crises non décelées rapportées aux épisodes de crise. Une méthode alternative est la maximisation du ratio signal/bruit, fondée sur la somme des vrais signaux rapportée à celle des signaux erronés. L'avantage de l'erreur de mauvaise spécification par rapport au ratio signal/bruit est qu'elle attribue une pondération supérieure aux signaux des « crises non décelées », qui vont probablement se révéler nettement plus coûteuses que les fausses alertes.

maximiser le « pouvoir de signalisation », qui est la capacité estimée d'une variable à envoyer des signaux corrects. Le pouvoir de signalisation se calcule en retranchant le ratio des fausses alertes sur les situations exemptes de crise et le ratio des crises non décelées sur les épisodes de crise de l'unité. Ce pouvoir de signalisation peut donc prendre la valeur de 1 si aucune crise n'échappe à la détection et aucune fausse alerte n'est émise, et diminue avec l'augmentation de la part de mauvaises prédictions sous forme de crises non décelées et de fausses alertes.

CONSTITUTION DES INDICES D'ALERTE PRÉCOCE PAR AGRÉGATION DES DIFFÉRENTS INDICATEURS

Afin de faciliter la surveillance des risques de tensions budgétaires, les signaux des différentes variables peuvent être agrégés pour constituer les indices d'alerte précoce. Ces indices peuvent comprendre l'ensemble des variables ou seulement des sous-groupes. La première étape de cette agrégation consiste à déterminer si un indicateur particulier signale ou non une crise sur une année donnée. Afin de maximiser la capacité prédictive de l'indice global, l'agrégation des signaux doit ensuite prendre en compte la fiabilité du signal émis par l'indicateur et par l'ensemble des indicateurs signalant une crise sur une année donnée par rapport à la fiabilité de l'ensemble des variables du système. Pour l'agrégation, la valeur retenue pour un indicateur est donc fixée à 1 pour les années au cours desquelles il signale une crise et à 0 pour toutes les autres années. Puis, ces signaux (1 ou 0) sont alors multipliés par le pouvoir de signalisation de chaque indicateur. Cette multiplication garantit que les variables pour lesquelles les erreurs de prédiction sont faibles (c'est-à-dire avec un nombre relativement faible de crises non décelées et de fausses alertes) reçoivent une pondération supérieure aux indicateurs pour lesquels les erreurs de prédiction sont importantes. Les produits de la multiplication des signaux par le pouvoir de signalisation sont ensuite additionnés pour constituer l'indicateur composite. Pour finir, le résultat est divisé par la somme du pouvoir de signalisation de l'ensemble des variables composant l'indice, qui représente la fiabilité relative des indicateurs par rapport à celle de toutes les variables considérées dans leur ensemble. Cette dernière étape garantit également que la valeur de l'indicateur composite reste toujours comprise entre 0 (si aucune variable n'envoie un signal de crise) et 1 (si les variables indiquent toutes en même temps une crise). Plus les valeurs de l'indice agrégé seront élevées, plus le nombre de variables signalant une crise sera important et plus la capacité prédictive de ces variables sera forte.

Une fois calculées les valeurs des indices agrégés, les seuils critiques doivent être déterminés afin d'établir si la valeur pour tel ou tel indice signale ou non une crise. À cet effet, l'approche décrite plus haut peut être appliquée à l'indice de la même façon qu'aux différentes variables.

FORCES ET FAIBLESSES DE L'APPROCHE DES SIGNAUX POUR LE CALCUL D'INDICES D'ALERTE PRÉCOCE

La théorie des signaux pour l'élaboration d'un système d'alerte précoce des tensions budgétaires présente des avantages significatifs. Premièrement, elle peut intégrer un grand nombre de variables. C'est une caractéristique importante, les tensions budgétaires pouvant être dues à un large éventail de facteurs. Deuxièmement, l'estimation des seuils critiques permet de prendre en compte l'intégralité des données historiques disponibles, même si les séries de données individuelles couvrent des périodes de référence très diverses. C'est important car il existe de grandes différences d'une variable à l'autre en termes de disponibilité des données. Troisièmement, la littérature économique laisse supposer que les systèmes d'alerte précoce fondés sur l'approche des signaux ont une capacité prédictive supérieure à ceux qui se fondent sur d'autres approches¹⁶. Enfin, un autre avantage majeur est que

¹⁶ Ce constat vaut notamment pour les prévisions hors échantillon. La capacité prédictive des approches fondées sur l'approche des signaux et des autres modèles multivariés de type probit est évaluée et fait l'objet d'une comparaison dans A. Berg et C. Pattillo *Predicting currency crises: the indicators approach and an alternative*, *Journal of International Money and Finance*, n° 18, 1999, et A. Berg, E. Borensztein et C. Pattillo *Assessing early warning systems: how have they worked in practice?*, *IMF Working Paper* 04/52, 2004. En ce qui concerne les prévisions en échantillon, les modèles probit semblent fonctionner mieux. Les prévisions hors échantillon étant le test décisif pour la capacité des systèmes d'alerte précoce à signaler des tensions budgétaires longtemps à l'avance, ces conclusions sont un argument incitant à se fonder sur l'approche des signaux pour les systèmes d'alerte précoce.

l'approche des signaux autorise une mise en œuvre relativement aisée d'un système d'alerte précoce, les seuils critiques pour les variables indicateurs étant directement utilisables pour la surveillance et l'analyse par les autorités.

Bien que ces forces contribuent à expliquer l'usage répandu de l'approche des signaux pour l'élaboration d'indicateurs d'alerte précoce des tensions budgétaires, les faiblesses de cette approche ne doivent pas être négligées. Un inconvénient majeur est que les interdépendances et les interactions entre les variables ne peuvent pas être prises en compte, alors même que ces interdépendances jouent probablement un rôle important dans l'apparition des tensions budgétaires.

3 INDICATEURS D'ALERTE PRÉCOCE DES TENSIONS BUDGÉTAIRES DANS LE CADRE DE LA SURVEILLANCE BUDGÉTAIRE EUROPÉENNE

Une expérience tirée de la crise récente est que les risques budgétaires et macroéconomiques peuvent également se matérialiser à court terme. Ce constat a lui aussi suscité une introduction rapide des indicateurs d'alerte précoce dans le cadre de gouvernance budgétaire et macroéconomique européen. La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, par exemple, qui a été introduite dans le cadre de la réforme dite *six-pack*¹⁷, intègre un tableau de bord comprenant des indicateurs d'alerte précoce destiné à identifier tout besoin d'analyse approfondie des déséquilibres macroéconomiques¹⁸. Dans le domaine budgétaire, la Commission européenne a mis en place l'indicateur S0 des tensions budgétaires¹⁹. Il est ainsi possible d'élargir l'analyse des risques pesant sur la viabilité des finances publiques, qui à l'origine se concentrait seulement sur une perspective à moyen et long terme, afin d'inclure également la perspective à court terme²⁰. Le concept de l'indicateur S0 est présenté dans la prochaine section. À cette présentation fait suite une évaluation de sa performance, avec notamment une illustration de la façon dont l'indicateur S0 aurait pu contribuer à signaler les tensions budgétaires avant la récente crise de la dette souveraine.

L'INDICATEUR S0

L'indicateur S0 est fondé sur l'approche des signaux étudiée dans la section 2 et utilise la définition standard des tensions budgétaires. En conséquence, les tensions budgétaires sont identifiées à partir des défauts de paiement ou des restructurations de dette, du recours aux financements officiels exceptionnels et de fortes détériorations des conditions de financement de l'État²¹. La fenêtre de signalisation de S0 est fixée à un an. Les tensions budgétaires pouvant résulter d'une grande variété de facteurs, l'indicateur repose sur vingt-huit variables budgétaires, macroéconomiques, financières et de compétitivité, nombre d'entre elles figurant dans le tableau de bord pour la surveillance des déséquilibres macroéconomiques. Des seuils critiques sont établis pour la totalité des vingt-huit variables

17 Cf. l'encadré intitulé *Le cadre de gouvernance économique renforcée de l'UE entre en vigueur* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011.

18 Pour plus de précisions cf. *Rapport sur le mécanisme d'alerte*, Commission européenne, 2014

19 L'indicateur S0 fait partie du cadre d'analyse de la viabilité des finances publiques, qui est expliqué dans le *Fiscal Sustainability Report 2012* (Rapport 2012 sur la viabilité des finances publiques), *European Economy*, n° 8/2012, Commission européenne (cf. également Berti, Salto et Lequien, 2012, pour plus de précisions sur le S0). Les valeurs de l'indicateur S0 par pays figurent régulièrement (avec les indicateurs d'écart de viabilité des finances publiques à moyen et long terme S1 et S2) dans les documents de travail des services de la Commission européenne accompagnant les recommandations propres à chaque pays dans le cadre du Semestre européen (cycle intégré de coordination des politiques économiques de l'UE).

20 L'indicateur S0 complète les indicateurs existants de viabilité des finances publiques de la Commission européenne, S1 et S2, qui analysent les risques budgétaires à moyen et long terme en définissant les écarts budgétaires, en prenant en compte les besoins en termes d'assainissement et les coûts anticipés du vieillissement. La méthodologie utilisée pour l'indicateur S0 est fondamentalement différente de celle utilisée pour les indicateurs S1 et S2, car elle n'évalue pas les « écarts budgétaires », mais les risques de « tensions budgétaires » à court terme. Pour plus de précisions, cf. *Fiscal Sustainability Report 2012*, *European Economy*, n° 8/2012.

21 Seule la première année d'un épisode de crise est utilisée pour le calcul des seuils critiques des différentes variables, les indicateurs d'alerte précoce devant être concentrés sur le signalement des débuts de crise.

de l'indicateur et pour un indice global (l'indicateur S0), ainsi que pour un sous-indice budgétaire et un sous-indice non budgétaire (financier/de compétitivité). Les risques de tensions budgétaires globaux peuvent donc être évalués grâce à l'indicateur S0, tandis que les sous-indices indiquent si les risques émanent de la sphère budgétaire ou de la sphère financière/de compétitivité. Les sources de risques de tensions budgétaires peuvent même être identifiées plus précisément en analysant les différentes variables et les valeurs qu'elles prennent par rapport à leurs seuils critiques.

Encadré I

LA CAPACITÉ PRÉDICTIONNELLE DE L'INDICATEUR S0 ET DE SES COMPOSANTES

Les prévisions de l'indicateur S0 et de chacune de ses variables sont basées sur des seuils critiques qui déterminent l'éventuel déclenchement d'un signal de crise. Le calcul des seuils critiques pour l'ensemble des 28 variables et pour les indices composites d'alerte précoce est donc au cœur de l'indicateur S0.

Le tableau (basé sur les calculs de la Commission européenne du printemps 2014) établit les valeurs des seuils critiques pour l'ensemble des variables et indique quelles sont les valeurs critiques (supérieures ou inférieures au seuil). Il rend également compte du pouvoir de signalisation de chaque indicateur, qui se calcule en soustrayant de l'unité le ratio des fausses alertes pour les périodes exemptes de crise et le ratio des crises non détectées lors des épisodes de crise. En plus des résultats des différentes variables, le tableau illustre également les valeurs respectives du sous-indice budgétaire (composé de 14 variables budgétaires), le sous-indice financier et de compétitivité (calculé à partir de 14 variables macroéconomiques, financières et de compétitivité) et l'indicateur global S0 des tensions budgétaires (tiré de l'ensemble des 28 variables).

L'ensemble des données sous-jacentes utilisé pour déterminer les seuils critiques et le pouvoir de signalisation de chaque variable est constitué de données *ex post* et couvre trente-trois économies avancées¹ de 1970 à 2013 selon une fréquence annuelle.

Le tableau montre que le pouvoir de signalisation des différentes variables est extrêmement inégal. Dans le cas du solde corrigé du cycle, par exemple, la valeur du seuil montre qu'un solde corrigé du cycle inférieur à - 3,1 % du PIB indique des tensions budgétaires. Près des deux-tiers des crises comprises dans l'échantillon pour lesquelles les données relatives à ce solde sont disponibles auraient été correctement indiquées par cette variable. Cependant, elle aurait également déclenché une fausse alerte dans 45 % des périodes exemptes de crise. Globalement, cette variable dispose d'un pouvoir de signalisation de 0,25.

Un seuil critique de 0,45 est calculé pour le sous-indice financier et de compétitivité. Comme les valeurs de l'indice représentent l'agrégation des 14 variables financières et de compétitivité qu'il inclut, leur niveau n'a plus d'interprétation économique (contrairement aux seuils de chaque variable) : cependant, toutes les valeurs de ce sous-indice supérieures à 0,45 indiquent des tensions budgétaires. Comme le montre le tableau, 18 % seulement des crises n'auraient pas été détectées par l'indice financier et de compétitivité. Dans l'ensemble, les variables financières et de compétitivité réussissent nettement mieux à prévoir les tensions budgétaires que les variables budgétaires² : par conséquent, la fiabilité des signaux du sous-indice financier et de compétitivité est plus élevée que celle du sous-indice budgétaire.

1 Tous les États membres de l'UE à l'exception de Chypre, du Luxembourg et de Malte, plus l'Australie, le Canada, les États-Unis, l'Islande, Israël, le Japon, la Norvège, la Nouvelle-Zélande et la Suisse.

2 C'est également ce que soulignent K. Bertin, M. Salto et M. Lequien, *An early-detection index of fiscal stress for EU countries*, *European Economy, Economic Papers* n° 475, Bruxelles, 2012.

Tableau Pouvoir de signalisation de l'indicateur S0 et de ses composantes

Variables	Seuil	Valeurs non critiques (>/< signifie supér./ infér. au seuil)	Pouvoir d'alerte	Ratio de fausses alertes lors des non-crisis (erreur type I)	Ratio de crises non détectées lors des crises (erreur de type II)
Solde budgétaire, % du PIB	- 10,2	>	0,07	0,04	0,89
Solde primaire, % du PIB	0,0	>	0,17	0,40	0,43
Solde corrigé du cycle, % du PIB	- 3,1	>	0,25	0,45	0,30
Solde primaire stabilisant la dette, % du PIB	2,5	<	0,02	0,12	0,86
Dette brute, % du PIB	103,3	<	0,03	0,06	0,91
Variation de la dette brute, % du PIB	6,5	<	0,11	0,08	0,81
Dette publique à court terme, % du PIB	16,0	<	0,10	0,11	0,79
Dette publique nette, % du PIB	58,1	<	0,13	0,19	0,68
Besoins de financement bruts, % du PIB	16,8	<	0,16	0,21	0,63
Écart taux d'intérêt/taux de croissance	5,9	<	0,08	0,07	0,85
Variation dépenses des administrations publiques, % du PIB	2,3	<	0,14	0,13	0,74
Variation des dépenses de consommation finale des administrations publiques, % du PIB	0,6	<	0,17	0,19	0,64
Ratio de dépendance liée à l'âge dans 20 ans	33,9	<	0,10	0,11	0,79
Variation annuelle moyenne des prévisions de dépenses publiques liées à l'âge en % du PIB sur les 5 prochaines années	0,3	<	0,09	0,14	0,77
Sous-indice budgétaire	0,35	<	0,23	0,21	0,56
Position extérieure nette, % du PIB	- 50,1	>	0,31	0,13	0,56
Épargne nette des ménages, % du PIB	1,0	>	0,34	0,26	0,40
Dette du secteur privé, % du PIB	209,2	<	0,25	0,04	0,71
Flux de crédit du secteur privé (montant des engagements privés contractés au cours de l'année), % du PIB	10,9	<	0,44	0,42	0,14
Lever d'endettement, sociétés financières	2,2	<	0,03	0,97	0,00
Dette à court terme, sociétés non financières, % du PIB	27,4	<	0,25	0,21	0,54
Dette à court terme, ménages, % du PIB	3,5	<	0,27	0,34	0,38
Valeur ajoutée dans la construction, %	7,3	<	0,27	0,36	0,38
Compte de transactions courantes, moyenne mobile sur les trois dernières années, % du PIB	- 2,5	>	0,38	0,37	0,25
Variation (sur 3 ans) du taux de change effectif réel (sur la base du déflateur des exportations)	9,8	<	0,23	0,19	0,59
Variation (sur 3 ans) des coûts unitaires de main-d'oeuvre	12,7	<	0,27	0,48	0,25
Courbe des rendements (taux d'intérêt nominaux à long terme moins taux d'intérêt nominaux à court terme)	0,6	>	0,48	0,39	0,14
Croissance du PIB en volume	- 0,9	>	0,10	0,07	0,83
PIB par tête en parités de pouvoir d'achat, % du niveau américain	73,3	>	0,28	0,44	0,27
Sous-indice financier et de compétitivité	0,45	<	0,48	0,34	0,18
Indice global (indicateur S0)	0,43	<	0,55	0,21	0,25

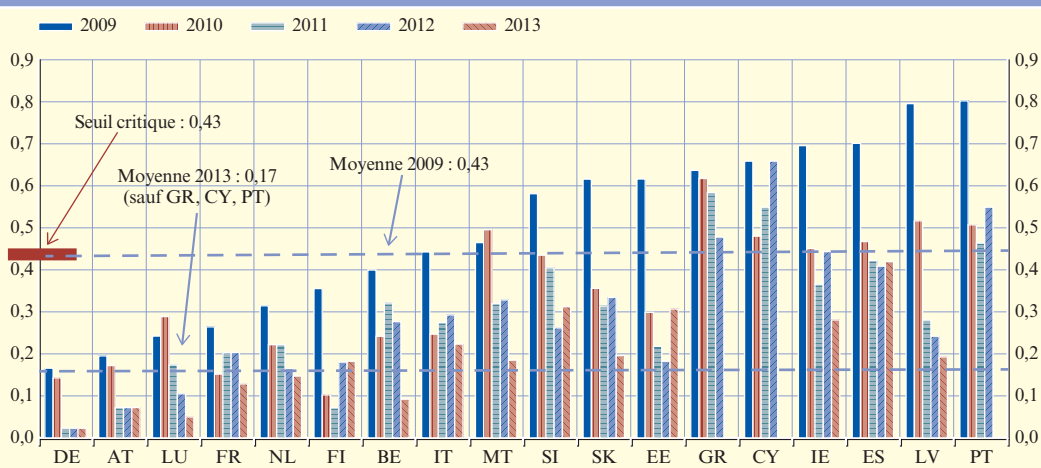
Source : Commission européenne, printemps 2014.

Parmi les variables financières et de compétitivité, c'est la courbe des rendements qui est dotée du pouvoir de signalisation le plus élevé, suivie des flux de crédit du secteur privé et du compte de transactions courantes. Parmi les variables budgétaires, c'est le solde corrigé du cycle qui envoie les signaux les plus fiables, suivi du solde primaire et de la variation de la consommation des administrations publiques.

Le graphique 1 représente une application de l'indicateur S0 pour les années 2009 à 2013 aux pays de la zone euro qui ne faisaient pas l'objet d'un programme d'ajustement début 2014²². En 2009, la

²² Les valeurs de l'indicateur S0 par pays figurent également (pour les pays hors programme) dans les documents de travail des services de la Commission européenne, qui sont disponibles en ligne à l'adresse http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm

Graphique 1 Indicateur S0 des tensions budgétaires dans les pays de la zone euro de 2009 à 2013 (les valeurs 2013 concernent uniquement les pays ne faisant pas l'objet d'un programme d'ajustement économique début 2014)



moyenne non pondérée de l'indicateur était de 0,43, soit la valeur exacte du seuil critique. Les valeurs de l'indicateur pour 2009 indiquaient un risque de tensions budgétaires en 2010 dans onze pays de la zone euro (Italie, Malte, Slovénie, Slovaquie, Estonie, Grèce, Chypre, Irlande, Espagne, Lettonie et Portugal), les risques les plus élevés concernant le Portugal. En 2013, la valeur moyenne non pondérée de l'indice dans la zone euro (hors Grèce, Chypre et Portugal) était revenue à 0,17, faisant état d'une vulnérabilité budgétaire nettement plus faible dans la zone. La réduction globale de la vulnérabilité budgétaire moyenne apparaît également dans la plupart des pays. Selon l'indicateur S0 calculé sur la base des données 2013, l'Allemagne présente le plus faible risque de tensions budgétaires en 2014. Aucun des pays de la zone euro dont les valeurs 2013 de l'indicateur S0 sont représentées dans le graphique 1 ne semble présenter de risque de tensions budgétaires en 2014.

INDICATION PRÉCOCE DES TENSIONS BUDGÉTAIRES PAR S0

L'objectif d'un indicateur d'alerte précoce des tensions budgétaires est de signaler correctement l'accumulation de risques à court terme menaçant la soutenabilité budgétaire. La fiabilité globale de ses signaux de crise est donc cruciale pour la performance de S0 en tant qu'indicateur d'alerte précoce (pour une analyse détaillée de la capacité prédictive de l'indicateur S0 et de ses composantes, cf. l'encadré 1). Comme l'indique la dernière ligne du tableau 1 de l'encadré 1, S0 aurait correctement prévu 75 % des épisodes de crise et 79 % des périodes exemptes de crise. Cela signifie qu'il aurait échoué à prévoir 25 % des épisodes de crise et émis des fausses alertes pour 21 % des périodes exemptes de crise recensées dans l'ensemble de données. La comparaison de l'indicateur global S0 avec le sous-indice budgétaire reposant uniquement sur les variables budgétaires montre que, sur la base de ce seul indice budgétaire, un bien plus grand nombre d'épisodes de crise auraient échappé à la prévision (56 % contre 25 %). Le sous-indice budgétaire seul n'aurait signalé correctement que 44 % des épisodes de crise.

Tous ces résultats doivent toutefois être interprétés avec circonspection. Premièrement, les seuils critiques appliqués pour évaluer la capacité prédictive des différentes variables et de l'indice global ont été établis à partir des données de la période 1970-2013. Cela signifie que la prévision des tensions budgétaires réalisée en 2009 s'appuyait sur des informations qui couvraient également les années 2009-2013 pour le calcul des seuils critiques. Par conséquent, les résultats obtenus constituent un exercice d'alerte précoce « en échantillon », ce qui peut être interprété comme une limite supérieure

de la capacité de prévision de l'indicateur S0. À cet égard, des analyses plus détaillées des capacités prédictives de l'indicateur, y compris au delà de la période utilisée pour le calcul des seuils critiques (dites prévisions hors échantillon), paraissent nécessaires pour mieux évaluer la capacité prédictive de l'indicateur (cf. également l'analyse présentée dans l'encadré 2). Deuxièmement, les résultats sont obtenus à partir de données *ex post*, tandis que, dans la pratique, un système d'alerte précoce doit reposer sur des données en temps réel, qui peuvent donner lieu à d'importantes révisions *ex post*. Évaluée en temps réel, la fiabilité des signaux de crise pourrait donc avoir été un peu plus faible qu'indiqué.

Au total, les résultats globaux montrent cependant que l'indicateur S0 fournit des informations importantes sur les tensions budgétaires imminentes. Le fait que la performance de l'indice S0 ait été nettement supérieure à celle du sous-indice budgétaire conforte l'approche consistant à ne pas s'appuyer uniquement sur les variables budgétaires pour construire un système d'alerte précoce des tensions budgétaires. Il est par conséquent hautement souhaitable d'inclure S0 dans la surveillance par pays. Toutefois, compte tenu du nombre encore important de crises non décelées et de fausses alertes, les résultats de S0 doivent également être interprétés avec précaution. Quoiqu'il en soit, comme pour toute autre analyse mécanique, il convient de tenir compte du contexte plus large propre à chaque pays lors de l'interprétation des résultats de l'indicateur S0²³.

L'INDICATEUR S0 ET L'ACCUMULATION DES TENSIONS BUDGÉTAIRES AVANT LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE

L'introduction de l'indicateur S0 dans la surveillance budgétaire européenne a été motivée, en particulier, par l'expérience de la crise récente. On peut à cet égard se demander avec quelle exactitude cet indicateur aurait prévu dans le passé l'imminence de tensions budgétaires dans les pays en difficulté. L'intensification des tensions budgétaires – qui ont été maximales lors des demandes de soutien financier international présentées de 2010 à 2012 par la Grèce, l'Irlande, le Portugal et Chypre – aurait-elle été indiquée bien à l'avance par l'indicateur S0 ?

Le graphique 2 représente l'application de l'indicateur S0 et des sous-indices budgétaire et financier/ de compétitivité de 2003 à 2012 à sept pays où le niveau des écarts de rendement des obligations souveraines a été élevé au cours de la crise récente (Chypre, Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal et Slovénie). Ce graphique montre qu'il aurait indiqué une intensification des tensions budgétaires (à partir des données *ex post* et de seuils critiques calculés d'après les données de la période 1970-2013) dans l'ensemble de ces sept pays au plus tard en 2008. S'agissant des pays sous programme, des tensions budgétaires auraient été signalées pour la Grèce dès 2004, le Portugal dès 2005, l'Irlande dès 2007 et Chypre dès 2008 – bien avant les difficultés de financement apparues en 2010 et 2011²⁴.

En ce qui concerne les sous-indices, les signaux ont d'abord indiqué des tensions budgétaires résultant des politiques budgétaires en Grèce dès 2003. En Irlande, les évolutions financières et de la compétitivité ont signalé des risques de tensions budgétaires dès 2006, tandis que les politiques budgétaires n'ont pas émis de signaux de cet ordre avant 2008. En Espagne, le sous-indice budgétaire n'a signalé des tensions qu'à partir de 2008, tandis que le sous-indice non budgétaire faisait état de vulnérabilités dès 2006.

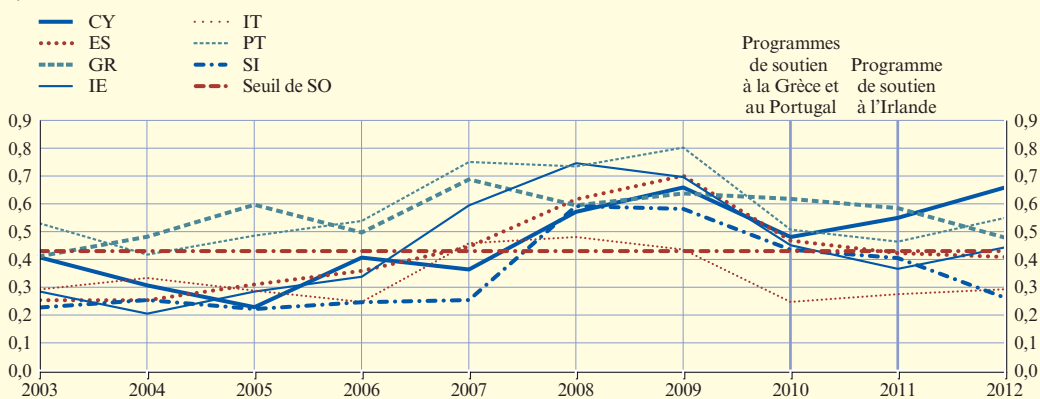
23 Cela est explicitement reconnu par la Commission européenne dans son Rapport 2012 sur la viabilité des finances publiques (*Fiscal Sustainability Report*), *European Economy*, n° 8/2012.

24 Pour les évolutions des écarts de rendement des obligations souveraines, qui peuvent tenir lieu d'indicateur des difficultés de financement précédant les crises et durant celles-ci, cf. l'article intitulé *Les déterminants des écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro pendant la crise* du *Bulletin mensuel* de mai 2014.

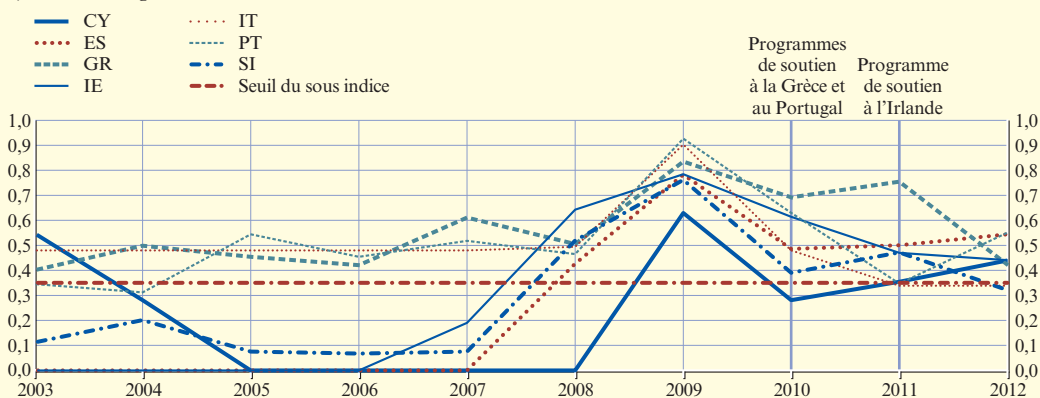
Graphique 2 Signalement des déséquilibres avant la crise

(axe des ordonnées : valeur de l'indice)

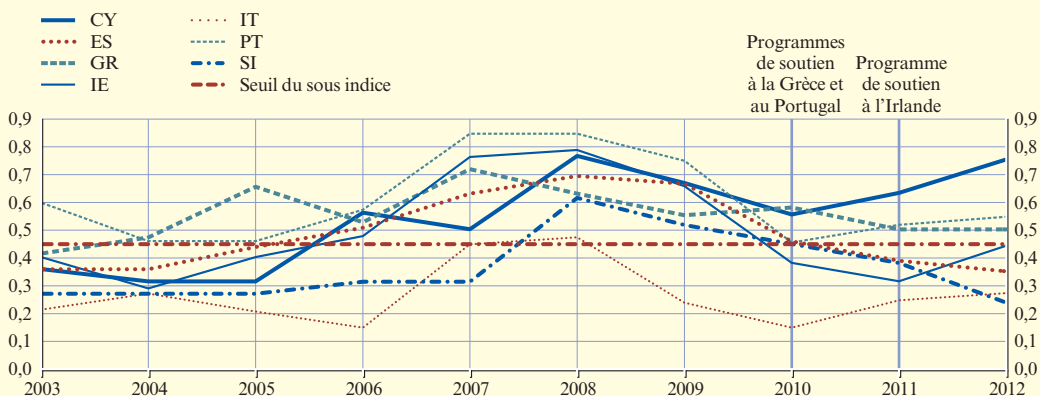
a) Indicateur S0



b) Sous-indice budgétaire



c) Sous-indice financier/de compétitivité



Source : Commission européenne ; printemps 2014.

Les résultats de l'indicateur S0 sont prometteurs en matière de surveillance budgétaire. Ils doivent cependant être interprétés avec prudence, notamment parce qu'ils ne reflètent qu'un exercice d'alerte précoce en échantillon et ont été élaborés à partir de données *ex post* ayant fait l'objet d'importantes révisions au fil du temps, en particulier dans les pays sous programme ²⁵.

LES NOUVELLES AMÉLIORATIONS ENVISAGEABLES DES INDICATEURS D'ALERTE PRÉCOCE DES TENSIONS BUDGÉTAIRES

L'utilité des indicateurs d'alerte précoce pour la surveillance budgétaire dépend de leur capacité à signaler correctement l'apparition de tensions budgétaires de manière anticipée. Comment l'utilité des indicateurs tels que le S0 pourrait-elle être encore améliorée afin de réduire les signaux incorrects et d'accroître leur pouvoir de signalisation ²⁶ ?

La plupart des systèmes d'alerte précoce fondés sur l'approche des signaux reposent sur des seuils communs pour les variables indicateurs. Ces seuils sont calculés de manière uniforme pour un large échantillon de pays. Dans le cas du S0, par exemple, les seuils critiques sont calculés à partir de données couvrant 33 économies avancées (cf. encadré 1). Une telle approche repose sur l'hypothèse d'une vulnérabilité homogène des différents pays aux tensions budgétaires, les niveaux critiques au-delà desquels les variables envoient un signal de crise étant les mêmes pour tous les pays.

Toutefois, des arguments importants tendent à démontrer que ces niveaux critiques des seuils pour les variables signalant des tensions budgétaires peuvent varier fortement d'un pays à l'autre et que la vulnérabilité à ces tensions est spécifique à chaque pays. Premièrement, il existe également une forte hétérogénéité entre les pays s'agissant de la soutenabilité budgétaire : le ratio de la dette publique rapportée au PIB retenu comme indicateur avancé de la soutenabilité budgétaire dans les pays de la zone euro en 2013 allait de 10 % du PIB en Estonie à 175 % du PIB en Grèce. Deuxièmement, cette hétérogénéité a une importance pour les seuils des variables signalant des tensions budgétaires. C'est le cas pour les soldes budgétaires par exemple. Alors qu'un solde budgétaire élevé pourrait n'exercer qu'une incidence mineure sur les conditions de financement pour un pays faiblement endetté, le niveau critique susceptible de déclencher des tensions budgétaires pour un pays fortement endetté serait probablement beaucoup plus faible, l'espace budgétaire restant étant plus limité. De plus, il existe également un risque que les seuils communs dépendent fortement du groupe de pays concernés, les résultats pouvant être déterminés par des valeurs extrêmes.

Dans la mesure où les seuils critiques de nombreuses variables indicateurs signalant des tensions budgétaires sont susceptibles de dépendre du pays concerné, les indicateurs d'alerte précoce pour les tensions budgétaires peuvent être améliorés en calculant des seuils critiques propres à chaque pays afin de prendre en compte les différences entre pays.

L'approche commune et l'approche spécifique à chaque pays présentent chacune des avantages et des inconvénients. L'approche avec un seuil commun permet de regrouper les données des différents pays et accroît le nombre d'observations de situations de crise lors de la détermination des seuils,

25 Aucune estimation hors échantillon ou en temps réel n'est disponible pour l'indicateur S0. Hernández des Cos *et al.* (2014) montrent qu'on peut s'attendre à un pouvoir de signalisation nettement plus faible de l'indicateur dans le cas de prévisions hors échantillon – cf. également l'encadré 2 du présent article.

26 Des améliorations récentes ont été proposées pour les indicateurs d'alerte précoce, notamment dans le cadre de la recherche sur les tensions financières. Holló *et al.* (2012), par exemple, proposent un indicateur composite permanent de tensions systémiques pour la zone euro, qui applique la théorie du portefeuille pour l'agrégation de différents indicateurs de tensions (couvrant à la fois les marchés et les intermédiaires financiers) dans l'indice composite. Cf. D. Hollo, M. Kremer et M. Lo Luca, *CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system*, Working Paper Series, n° 1426, BCE, 2012. Alessi et Detken (2011) ont développé une approche qui permet d'intégrer les préférences des responsables de la politique économique dans un système d'alerte précoce pour les cycles des prix d'actifs. Cf. L. Alessi et C. Detken, *Quasi real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles. A role for global liquidity*, *European Journal of Political Economy*, vol. 27, n° 3, 2011, p. 520-533.

ce qui devrait améliorer la fiabilité des résultats. Par contre, cette approche ne prend pas en compte l'hétérogénéité entre les pays au sein d'un échantillon. En revanche, une approche avec un seuil spécifique à chaque pays peut prendre intégralement en compte l'hétérogénéité entre les pays, mais doit s'appuyer sur un nombre plus limité d'observations de situations de crise, ce qui pourrait avoir une incidence négative sur la fiabilité des résultats. Le choix de l'approche dépend en grande partie de l'hétérogénéité entre les pays de l'échantillon de données.

Dans une étude récente, Hernández de Cos *et al.* (2014)²⁷ introduisent des seuils par pays dans une approche des signaux pour les tensions budgétaires. Les analyses présentées dans l'étude montrent que les seuils par pays peuvent en effet contribuer à réduire encore la probabilité des erreurs de prédiction (cf. encadré 2 pour plus de détails). Cette constatation est valable à la fois pour les prédictions au sein de l'échantillon et hors échantillon. En introduisant des seuils spécifiques à chaque pays, on réduit en particulier fortement le nombre de « crises non décelées », ce qui accroît la possibilité d'alerter de manière efficace et peut empêcher qu'une crise budgétaire se produise à un stade précoce. L'incidence positive de l'introduction de seuils spécifiques à chaque pays est particulièrement importante pour la capacité prédictive des variables budgétaires, tandis que l'effet exercé sur les variables financières ou celles relatives à la compétitivité est plus limité. Cela peut être perçu comme une indication que les seuils spécifiques à chaque pays jouent un rôle particulièrement important dans le domaine budgétaire.

27 P. Hernández de Cos, G.B. Koester, E. Moral-Benito et C. Nickel, *Signalling fiscal stress in the euro area a country-specific early warning system*, Working Paper Series, BCE, 2014.

Encadré 2

COMPARAISON DES SEUILS COMMUNS ET DES SEUILS SPÉCIFIQUES PAR PAYS DANS LES SYSTÈMES D'ALERTE PRÉCOCE DES TENSIONS BUDGÉTAIRES

La plupart des systèmes d'alerte précoce qui se fondent sur l'approche des signaux ne tiennent pas compte de l'hétérogénéité des pays et s'appuient sur des seuils communs pour les variables indicateurs, qui sont calculés de façon uniforme pour un large échantillon de pays. Toutefois, comme les seuils critiques pour les variables des indicateurs sont susceptibles d'être très différents selon les pays, Hernández de Cos *et al.* ont proposé, dans une étude récente (2014)¹, d'intégrer des seuils spécifiques par pays dans l'approche des signaux.

Capacité prédictive des indices composites, sur la base des seuils communs et spécifiques par pays

	Au sein de l'échantillon						Hors échantillon					
	Seuil commun			Seuil spécifique par pays			Seuil commun			Seuil spécifique par pays		
	Pouvoir de signalisation	Ratio de fausses alertes lors des non-crisis (erreur de type I)	Ratio de crises non détectées lors des crises (erreur de type II)	Pouvoir de signalisation	Ratio de fausses alertes lors des non-crisis (erreur de type I)	Ratio de crises non détectées lors des crises (erreur de type II)	Pouvoir de signalisation	Ratio de fausses alertes lors des non-crisis (erreur de type I)	Ratio de crises non détectées lors des crises (erreur de type II)	Pouvoir de signalisation	Ratio de fausses alertes lors des non-crisis (erreur de type I)	Ratio de crises non détectées lors des crises (erreur de type II)
	INDICE GLOBAL						INDICE GLOBAL					
Indice	0,56	0,24	0,20	0,95	0,05	0,00	0,42	0,40	0,18	0,77	0,18	0,06
	INDICE BUDGÉTAIRE						INDICE BUDGÉTAIRE					
Indice	0,22	0,15	0,64	0,88	0,09	0,04	0,13	0,05	0,82	0,58	0,24	0,18
	INDICE FINANCIER ET DE COMPÉTITIVITÉ						INDICE FINANCIER ET DE COMPÉTITIVITÉ					
Indice	0,50	0,26	0,24	0,87	0,06	0,07	0,47	0,36	0,18	0,79	0,16	0,06

Source : Hernández de Cos *et al.* (2014).

1 P. Hernández de Cos, G. B. Koester, E. Moral-Benito et C. Nickel, *Signalling fiscal stress in the euro area : a country-specific early warning system*, Working Paper Series, BCE (2014).

Cette étude applique la même définition des tensions budgétaires que l'indicateur S0 et utilise un ensemble de données similaire, en se limitant à onze pays de la zone euro (le Luxembourg a dû être exclu de la série de données en raison de restrictions concernant les données). Afin d'évaluer les améliorations envisageables d'une telle approche, l'étude estime et compare le pouvoir de signalisation de deux systèmes distincts d'alerte précoce, l'un se fondant sur des seuils communs et l'autre sur des seuils spécifiques par pays. Le tableau 2 présente les résultats de façon synthétique.

Pour l'analyse au sein de l'échantillon, qui évalue la capacité prédictive des indices en se fondant sur des seuils critiques tenant compte des données jusqu'en 2010, le tableau montre que la capacité prédictive de l'approche spécifique par pays est considérablement plus élevée que celle de l'approche fondée sur des seuils communs, tant pour l'indice global que pour le sous-indice budgétaire et pour le sous-indice financier et de compétitivité. L'indice global spécifique par pays a un pouvoir de signalisation de 0,95, largement supérieur à celui de l'approche du seuil commun, qui se situe à 0,56. Le nombre de crises non détectées, en particulier, peut être complètement éliminé (c'est-à-dire que toutes les crises sont détectées), tandis qu'il s'élève à 0,20 avec l'approche du seuil commun retenue par l'indicateur S0, par exemple (20 % des crises ne sont pas détectées)².

Le pouvoir de signalisation du sous-indice budgétaire et du sous-indice financier et de compétitivité est également élevé dans l'approche spécifique par pays et relativement proche de la performance de l'indice global. Si l'on compare avec l'approche du seuil commun, l'amélioration du pouvoir de signalisation est plus flagrante en ce qui concerne le sous-indice budgétaire : l'approche spécifique par pays y est assortie d'un pouvoir de signalisation de 0,88, contre seulement 0,22 pour l'approche du seuil commun³. Ce résultat peut indiquer que l'hétérogénéité des pays joue un rôle particulièrement important dans le cas des variables budgétaires. S'agissant du sous-indice financier et de compétitivité, la différence entre les deux approches est également importante, bien que légèrement moins prononcée.

Dans l'étude de Hernández de Cos *et al.* (2014) pour les années 2000 à 2010, les estimations hors échantillon, tirées de seuils estimés en utilisant les données de 1970 à 2000, concluent de la même façon que l'approche spécifique par pays est beaucoup plus performante que l'approche du seuil commun, leur pouvoir global de signalisation étant, respectivement, de 0,77 et de 0,42.

Ces analyses démontrent donc que les seuils spécifiques par pays peuvent effectivement permettre de réduire davantage l'éventualité d'erreurs de prédiction dans un système d'alerte précoce basé sur l'approche par signaux. Ce résultat peut notamment être obtenu grâce à la diminution du nombre de « crises non détectées ».

2 Les légères différences existant entre l'approche du seuil commun présentée dans cet encadré et les résultats de la Commission européenne pour l'indicateur S0 repris dans le tableau 1 découlent notamment du fait que la Commission emploie une série de données allant de 1970 à 2013, tandis que l'étude de Hernández de Cos *et al.* utilise une série de données couvrant seulement les années 1970 à 2010.
3 Ce résultat peut contribuer à expliquer pourquoi certaines études (particulièrement celles qui ne sont pas spécifiques aux pays) ne concluent pas que les variables budgétaires jouent un rôle important pour signaler l'imminence de tensions budgétaires.

4 CONCLUSION

Les indicateurs d'alerte précoce pour les tensions budgétaires peuvent constituer des outils importants pour la surveillance budgétaire afin d'accorder du temps à la politique économique pour contrecarrer les évolutions défavorables et de contribuer à prévenir en amont l'apparition de crises majeures.

Dans le système européen de surveillance budgétaire, un tel indicateur d'alerte précoce pour les tensions budgétaires a récemment été mis en place sous la forme du S0, dont l'objectif est de prévoir le risque de tensions budgétaires à un horizon d'un an à partir de variables budgétaires, macroéconomiques et financières. L'indicateur S0 comble une lacune dans le cadre européen d'analyse de la soutenabilité budgétaire en rendant compte de la vulnérabilité budgétaire à court terme alors qu'auparavant le cadre se concentrait exclusivement sur les aspects à moyen et long terme de la soutenabilité budgétaire.

Pour qu'un indicateur d'alerte précoce ait une utilité pour la surveillance budgétaire, il est primordial qu'il prévoie correctement le risque de tensions budgétaires. Les résultats globaux analysés dans cet article montrent que l'indicateur S0 fournit des informations importantes sur les tensions budgétaires imminentes, comme le montre sa capacité à signaler correctement la grande majorité des crises budgétaires par le passé, tout au moins sur la base des analyses sur l'échantillon. Il est par conséquent hautement souhaitable d'inclure le S0 dans la surveillance par pays. Toutefois, compte tenu du fait qu'un nombre important de crises non décelées et de fausses alertes continuent généralement de caractériser les applications de l'approche des signaux en se fondant sur des seuils communs pour un groupe de pays, les résultats du S0 doivent être interprétés avec précaution. À cet égard, il serait utile de disposer d'autres analyses détaillées des capacités prédictives de l'indicateur, notamment au-delà de la période utilisée pour calculer les seuils critiques (ce que l'on appelle les « prévisions hors échantillon ») et fondées sur des données en temps réel. Dans tous les cas, il convient de tenir compte d'un large éventail de situations propres à chaque pays lors de l'interprétation des résultats de l'indicateur S0 dans le cadre de la surveillance budgétaire.

Même si l'introduction du S0 a permis de renforcer la « boîte à outils » de la surveillance budgétaire, des améliorations supplémentaires pourraient encore être apportées. L'une des pistes d'amélioration pourrait être une approche spécifique par pays, qui pourrait contribuer à prendre en compte le fait que les niveaux critiques pour les seuils des variables signalant des tensions budgétaires peuvent varier fortement d'un pays à l'autre. En particulier, des seuils spécifiques à chaque pays pourraient permettre de réduire le nombre de crises non décelées.

Même s'il existe de solides arguments en faveur de l'utilité de tels indicateurs d'alerte précoce en général, il convient de garder à l'esprit plusieurs réserves. Premièrement, toutes les prévisions des indicateurs d'alerte précoce sont fondées sur des observations des crises historiques mais les événements de crise futurs et leurs éléments déclencheurs pourraient être fondamentalement différents des crises passées. Deuxièmement, les données *ex post* utilisées dans un système d'indicateurs d'alerte précoce ne sont habituellement disponibles qu'avec un décalage et peuvent faire l'objet de révisions. La disponibilité des données et leur qualité peuvent par conséquent réduire fortement le pouvoir de signalisation des indicateurs d'alerte précoce. Troisièmement, il convient de noter que même si des crises budgétaires imminentes sont correctement signalées, le temps restant pour contrecarrer les évolutions critiques pourrait s'avérer insuffisant. Enfin, il faut souligner qu'un système d'alerte précoce fondé sur l'approche des signaux ne peut constituer qu'un moyen de recoupement supplémentaire au sein d'un système de surveillance budgétaire plus large. Un indicateur d'alerte précoce n'est pas, et ne peut pas être, un substitut à des règles budgétaires strictes et bien respectées au sein du cadre de gouvernance européen.

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	Ménages	S30
3.3	Sociétés non financières	S31
3.4	Sociétés financières	S32
3.5	Ménages et sociétés non financières, indicateurs synthétiques	S33

4 MARCHÉS FINANCIERS

4.1	Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises	S34
4.2	Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments	S35
4.3	Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro	S37
4.4	Actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S39
4.5	Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro	S41
4.6	Taux d'intérêt du marché monétaire	S43
4.7	Courbes des taux de la zone euro	S44
4.8	Indices boursiers	S45

5 PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

5.1	IPCH, autres prix et coûts	S46
5.2	Production et demande	S49
5.3	Marché du travail	S53

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	S55
6.2	Dette	S56
6.3	Ajustement dette-déficit, principaux actifs financiers et dette publique en valeur de marché	S57
6.4	Titres de créance des administrations publiques	S58
6.5	Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro	S59
7	BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE	
7.1	État récapitulatif de la balance des paiements	S60
7.2	Compte de transactions courantes et compte de capital	S61
7.3	Compte financier	S63
7.4	Présentation monétaire de la balance des paiements	S69
7.5	Échanges de biens	S70
8	TAUX DE CHANGE	
8.1	Taux de change effectifs	S72
8.2	Taux de change bilatéraux	S73
9	ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO	
9.1	Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE	S74
9.2	Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon	S75
	LISTE DES GRAPHIQUES	S76
	NOTES TECHNIQUES	S77
	NOTES GÉNÉRALES	S85

À partir du dernier trimestre 2014, les statistiques européennes seront modifiées dans le respect de normes statistiques actualisées, à savoir le Système européen des comptes (SEC) 2010 et la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale* du FMI (MBP6). Ce changement aura une incidence sur un grand nombre des indicateurs macroéconomiques les plus importants, comme le PIB, le compte de transactions courantes, les déficits publics et les indicateurs relatifs à la dette spécifiques à chaque secteur. Les modifications concerneront le chapitre 3 et les chapitres 5 à 9 de la présente annexe statistique. Pour des informations plus détaillées sur les nouvelles normes et leur mise en œuvre dans les différents domaines statistiques, veuillez vous reporter à l'article intitulé *Nouvelles normes internationales en matière de statistiques – Améliorations de la méthodologie et de la disponibilité des données* du *Bulletin mensuel* d'août 2014. Des explications et des documents complémentaires sont disponibles sur le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/stats/accl/ESA2010/html/index.en.html> s'agissant du SEC 2010 et à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html> en ce qui concerne le MBP6. Pour le SEC 2010, cf. également les informations disponibles sur le site internet d'Eurostat http://lepp.eurostat.ec.europa.eu/portal/pagelportal/esa_2010/introduction

Conventions utilisées dans les tableaux

« – »	données inexistantes/non pertinentes
« . »	données non encore disponibles
« ... »	néant ou négligeable
(p)	provisoire
cvs	corrigé 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	0,7	0,57	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	0,9	0,22	2,24
2013 T4	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,3	0,24	2,24
2014 T1	6,0	2,4	1,2	-	-2,3	-1,3	0,30	1,82
T2	5,2	2,1	1,1	-	-1,9	-1,8	0,30	1,44
T3	5,8	2,6	2,0	-	-1,5	.	0,16	1,06
2014 Mai	5,0	2,1	1,1	1,2	-2,0	-1,2	0,32	1,56
Juin	5,4	2,3	1,6	1,5	-1,8	-1,3	0,24	1,44
Juillet	5,6	2,5	1,8	1,8	-1,6	-0,3	0,21	1,34
Août	5,9	2,7	2,1	2,1	-1,5	-0,8	0,19	1,03
Septembre	6,2	3,0	2,5	.	-1,2	.	0,10	1,06
Octobre	.	.	.	.	.	.	0,08	0,96

2. Prix, production, demande et marché du travail

	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	2,0	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,3
2013	1,4	-0,2	1,4	-0,5	-0,7	78,3	-0,8	11,9
2014 T1	0,7	-1,6	0,6	1,0	1,3	79,8	0,0	11,7
T2	0,6	-1,1	1,2	0,8	1,0	79,7	0,4	11,6
T3	0,4	-1,4	.	.	.	80,0	.	11,5
2014 Mai	0,5	-1,1	-	-	0,7	-	-	11,6
Juin	0,5	-0,9	-	-	0,3	-	-	11,5
Juillet	0,4	-1,3	-	-	1,6	79,9	-	11,5
Août	0,4	-1,4	-	-	-1,9	-	-	11,5
Septembre	0,3	-1,4	-	-	.	-	-	11,5
Octobre	0,4	.	-	-	.	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 ⁵⁾ (indice T1 1999 = 100)		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)	
2012	.	132,3	.	689,4	.	.	97,9	95,6	1,2848
2013	224,8	210,9	45,3	542,1	-13,5	114,1	101,7	98,9	1,3281
2013 T4	86,8	58,8	-2,5	542,1	-13,5	114,1	103,1	100,0	1,3610
2014 T1	43,1	43,7	-27,8	570,6	-12,7	115,9	103,9	100,7	1,3696
T2	49,8	60,4	-39,7	583,1	-10,9	116,7	103,8	100,1	1,3711
T3	.	.	.	597,0	-	.	101,6	97,9	1,3256
2014 Mai	9,0	20,6	-84,0	568,8	-	-	103,8	100,1	1,3732
Juin	23,1	21,1	-4,3	583,1	-	-	103,0	99,3	1,3592
Juillet	32,6	23,8	-17,7	585,1	-	-	102,6	98,8	1,3539
Août	18,0	8,9	22,1	594,1	-	-	101,9	98,2	1,3316
Septembre	.	.	.	597,0	-	-	100,4	96,7	1,2901
Octobre	.	.	.	.	-	-	99,6	95,9	1,2673

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.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) 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.
- 3) 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.
- 4) Calculés à partir des courbes de rendements notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro. Pour plus d'informations, cf. la section 4.7.
- 5) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales.



STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

1.1 Situation financière consolidée de l'Eurosystème (montants en millions d'euros)

1. Actif	3 octobre 2014	10 octobre 2014	17 octobre 2014	24 octobre 2014	31 octobre 2014
Avoirs et créances en or	334 530	334 531	334 531	334 531	334 532
Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro	263 051	262 961	262 374	263 582	262 933
Créances en devises sur les résidents de la zone euro	27 848	28 733	27 177	26 870	27 904
Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro	20 642	21 114	20 744	21 206	22 340
Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	513 916	506 760	499 224	503 904	527 627
Opérations principales de refinancement	89 075	84 212	82 518	92 918	118 152
Opérations de refinancement à plus long terme	424 724	422 436	416 581	410 759	408 472
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	117	112	125	200	1 003
Appels de marge versés	0	0	0	27	0
Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro	66 973	65 653	65 598	60 837	59 831
Titres en euros émis par les résidents de la zone euro	561 851	561 093	559 090	561 177	557 088
Titres détenus à des fins de politique monétaire	194 627	194 046	191 240	192 350	192 933
Autres titres	367 224	367 047	367 850	368 826	364 154
Créances en euros sur les administrations publiques	26 727	26 727	26 727	26 727	26 727
Autres actifs	238 131	235 114	234 260	233 950	233 088
Total de l'actif	2 053 668	2 042 685	2 029 725	2 032 783	2 052 070
2. Passif					
Billets en circulation	975 140	974 298	972 948	971 105	975 233
Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	237 131	227 796	213 852	197 150	250 027
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	206 777	204 627	184 784	170 005	211 585
Facilité de dépôt	30 353	23 105	29 045	27 127	38 415
Reprises de liquidité en blanc	0	0	0	0	0
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Appels de marge reçus	1	64	23	18	27
Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	4 773	4 775	4 699	4 756	4 781
Certificats de dette émis	0	0	0	0	0
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	100 000	103 220	108 549	134 041	93 070
Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro	41 006	39 134	36 835	36 166	39 122
Engagements en devises envers les résidents de la zone euro	913	1 198	1 084	1 112	1 346
Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro	7 262	7 503	5 681	6 404	6 282
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	55 494	55 494	55 494	55 494	55 494
Autres passifs	221 101	218 418	219 733	215 706	215 866
Comptes de réévaluation	315 537	315 537	315 537	315 537	315 537
Capital et réserves	95 312	95 312	95 312	95 312	95 313
Total du passif	2 053 668	2 042 685	2 029 725	2 032 783	2 052 070

Source : BCE.

1.2 Taux directeurs de la BCE

(niveaux en pourcentage annuel ; variations en points de pourcentage)

	Avec effet à compter du ¹⁾ :	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement			Facilité de prêt marginal	
		Niveau 1	Variation 2	Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable	Variation 5	Niveau 6	Variation 7
				Taux fixe	Taux de soumission minimal			
		Niveau 3	Niveau 4					
1999	4 janvier 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
2014	11 juin	-0,10	-0,10	0,15	–	-0,10	0,40	-0,35
	10 septembre	-0,20	-0,10	0,05	–	-0,10	0,30	-0,10

Source : BCE.

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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 fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Opérations principales de refinancement								
2014 30 juillet	133 304	162	133 304	0,15	–	–	–	7
6 août	107 922	131	107 922	0,15	–	–	–	7
13	108 203	132	108 203	0,15	–	–	–	7
20	107 612	131	107 612	0,15	–	–	–	7
27	131 762	135	131 762	0,15	–	–	–	7
3 septembre	111 199	124	111 199	0,15	–	–	–	7
10	110 702	144	110 702	0,05	–	–	–	7
17	105 689	138	105 689	0,05	–	–	–	7
24	90 307	135	90 307	0,05	–	–	–	7
1 ^{er} octobre	89 075	131	89 075	0,05	–	–	–	7
8	84 212	139	84 212	0,05	–	–	–	7
15	82 518	132	82 518	0,05	–	–	–	7
22	92 918	144	92 918	0,05	–	–	–	7
29	118 152	187	118 152	0,05	–	–	–	7
5 novembre	98 189	152	98 189	0,05	–	–	–	7
Opérations de refinancement à plus long terme ⁵⁾								
2014 27 mars	11 617	83	11 617	0,23	–	–	–	91
9 avril	28 023	35	28 023	0,25	–	–	–	35
2 mai	13 193	97	13 193	0,19	–	–	–	90
14	32 335	54	32 335	0,25	–	–	–	28
29	10 949	89	10 949	0,16	–	–	–	91
11 juin	9 970	44	9 970	0,15	–	–	–	28
26	10 386	84	10 386	0,13	–	–	–	91
31 juillet	6 786	91	6 786	0,10	–	–	–	91
28 août ⁶⁾	7 244	72	7 244	.	–	–	–	91
24 septembre ⁷⁾	82 602	255	82 602	0,15	–	–	–	1 463
25 ⁶⁾	10 971	90	10 971	.	–	–	–	84
30 octobre ⁶⁾	10 161	102	10 161	.	–	–	–	91

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 fixe	Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 12 mars	Reprise de liquidité en blanc	219 077	159	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7	
19	Reprise de liquidité en blanc	223 227	160	175 500	–	–	0,25	0,22	0,21	7	
26	Reprise de liquidité en blanc	180 901	138	175 500	–	–	0,25	0,25	0,22	7	
2 avril	Reprise de liquidité en blanc	199 721	152	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7	
9	Reprise de liquidité en blanc	192 515	156	172 500	–	–	0,25	0,24	0,22	7	
16	Reprise de liquidité en blanc	153 364	139	153 364	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
23	Reprise de liquidité en blanc	166 780	139	166 780	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
30	Reprise de liquidité en blanc	103 946	121	103 946	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
7 may	Reprise de liquidité en blanc	165 533	158	165 533	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
14	Reprise de liquidité en blanc	144 281	141	144 281	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
21	Reprise de liquidité en blanc	137 465	148	137 465	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
28	Reprise de liquidité en blanc	102 878	119	102 878	–	–	0,25	0,25	0,25	7	
4 juin	Reprise de liquidité en blanc	119 200	140	119 200	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
11	Reprise de liquidité en blanc	108 650	122	108 650	–	–	0,15	0,15	0,13	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.
- 7) Opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Pour plus d'informations, cf. la section *Monetary policy* du site internet de la BCE (<https://www.ecb.europa.eu>), à la rubrique « Instruments » puis « Open market operations ».

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	17 847,1	9 811,6	518,8	2 447,1	1 152,6	3 917,1	
2014 Avril	18 035,7	9 948,1	541,3	2 364,4	1 257,2	3 924,7	
Mai	18 077,2	10 002,9	543,9	2 356,2	1 270,3	3 903,9	
Juin	17 990,3	10 022,5	546,3	2 342,3	1 208,3	3 870,9	
Juillet	18 038,7	10 030,9	550,1	2 326,6	1 295,5	3 835,6	
Août	17 417,8	10 055,5	561,8	1 654,4	1 303,8	3 842,3	

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
2014 10 juin	103,9	192,3	88,3	0,0	0,25
8 juillet	104,4	214,3	109,8	0,0	0,15
12 août	105,0	210,2	105,2	0,0	0,15
9 septembre	105,2	210,1	104,9	0,0	0,15
7 octobre	105,3	192,6	87,3	0,0	0,05
11 novembre	105,7	.	.	.	.

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						Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès 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 ²⁾	Facilité de dépôt						
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
2014 13 mai	536,4	128,1	519,6	0,2	222,6	29,7	152,4	947,9	87,7	-2,1	191,2	1 168,8
10 juin	536,8	148,1	507,8	0,1	215,9	28,3	126,0	951,0	111,5	-0,4	192,3	1 171,6
8 juillet	540,0	111,7	460,1	0,1	209,0	23,9	27,2	958,1	110,0	-12,5	214,3	1 196,3
12 août	547,6	106,6	414,7	0,3	202,2	24,6	0,0	967,6	92,4	-23,6	210,2	1 202,5
9 septembre	547,8	114,7	387,4	0,2	196,3	25,2	0,0	971,8	66,2	-27,0	210,1	1 207,1
7 octobre	552,1	98,9	398,2	0,2	194,7	24,3	0,0	971,3	78,4	-22,5	192,6	1 188,2

Source : BCE.

1) 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.

2) 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.

3) 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/qlight/html/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 de fonds d'investissement 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	5 288,1	3 351,2	16,9	1,0	3 333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	–	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4 073,0	2 283,2	15,0	1,2	2 267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	–	25,0	632,4	8,3	408,7
2014 T2	3 735,9	1 897,2	13,6	1,2	1 882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	–	27,0	675,0	8,1	422,3
T3 ^(p)	3 721,6	1 864,1	13,6	1,2	1 849,3	698,0	562,8	14,5	120,6	–	26,7	688,3	8,1	436,3
2014 Juin	3 735,9	1 897,2	13,6	1,2	1 882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	–	27,0	675,0	8,1	422,3
Juillet	3 654,1	1 815,5	13,6	1,2	1 800,7	699,3	564,3	14,2	120,7	–	26,5	680,3	8,1	424,5
Août	3 673,8	1 830,6	13,6	1,2	1 815,8	695,3	560,2	14,3	120,9	–	26,7	686,1	8,1	426,9
Sept. ^(p)	3 721,6	1 864,1	13,6	1,2	1 849,3	698,0	562,8	14,5	120,6	–	26,7	688,3	8,1	436,3
IFM hors Eurosystème														
2012	32 694,8	17 987,2	1 153,4	11 043,4	5 790,4	4 901,8	1 627,0	1 423,3	1 851,6	66,8	1 227,8	4 045,7	214,7	4 250,9
2013	30 444,4	16 981,3	1 082,4	10 649,1	5 249,7	4 673,4	1 694,4	1 335,7	1 643,3	58,1	1 232,5	3 855,8	210,6	3 432,7
2014 T2	30 730,9	16 887,2	1 087,5	10 606,8	5 193,0	4 693,0	1 808,5	1 302,7	1 581,8	45,4	1 236,7	4 077,3	203,2	3 588,1
T3 ^(p)	31 198,6	16 822,5	1 085,8	10 580,7	5 156,0	4 674,1	1 840,2	1 284,0	1 549,9	44,1	1 240,4	4 298,5	204,1	3 914,9
2014 Juin	30 730,9	16 887,2	1 087,5	10 606,8	5 193,0	4 693,0	1 808,5	1 302,7	1 581,8	45,4	1 236,7	4 077,3	203,2	3 588,1
Juillet	30 893,6	16 871,4	1 096,8	10 577,1	5 197,5	4 672,8	1 800,1	1 307,1	1 565,6	43,3	1 238,5	4 173,7	203,5	3 690,4
Août	31 101,1	16 809,4	1 086,2	10 541,6	5 181,6	4 679,9	1 830,7	1 295,9	1 553,3	47,1	1 237,1	4 190,5	203,5	3 933,4
Sept. ^(p)	31 198,6	16 822,5	1 085,8	10 580,7	5 156,0	4 674,1	1 840,2	1 284,0	1 549,9	44,1	1 240,4	4 298,5	204,1	3 914,9

2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts des résidents de la zone euro				Titres de fonds d'investissement monétaires ²⁾	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	5 288,1	938,2	3 062,2	81,4	64,5	2 916,4	–	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4 073,0	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	–	0,0	406,3	202,2	477,8
2014 T2	3 735,9	986,1	1 652,4	101,1	50,0	1 501,4	–	0,0	459,4	148,7	489,2
T3 ^(p)	3 721,6	998,3	1 596,0	51,0	39,4	1 505,5	–	0,0	479,6	143,0	504,7
2014 Juin	3 735,9	986,1	1 652,4	101,1	50,0	1 501,4	–	0,0	459,4	148,7	489,2
Juillet	3 654,1	996,3	1 564,8	98,2	45,9	1 420,7	–	0,0	464,4	136,4	492,1
Août	3 673,8	998,1	1 566,2	63,8	37,4	1 465,0	–	0,0	473,8	140,7	495,0
Sept. ^(p)	3 721,6	998,3	1 596,0	51,0	39,4	1 505,5	–	0,0	479,6	143,0	504,7
IFM hors Eurosystème											
2012	32 694,8	–	17 195,3	169,6	10 870,4	6 155,3	534,7	4 848,9	2 344,0	3 494,8	4 277,2
2013	30 444,4	–	16 646,2	152,5	10 940,9	5 552,8	462,9	4 352,6	2 399,6	3 106,7	3 476,5
2014 T2	30 730,9	–	16 725,3	214,8	10 984,5	5 525,9	437,6	4 236,3	2 456,0	3 226,0	3 649,6
T3 ^(p)	31 198,6	–	16 651,7	189,5	11 028,7	5 433,5	458,7	4 196,7	2 490,7	3 432,2	3 968,5
2014 Juin	30 730,9	–	16 725,3	214,8	10 984,5	5 525,9	437,6	4 236,3	2 456,0	3 226,0	3 649,6
Juillet	30 893,6	–	16 716,7	194,6	10 987,2	5 534,9	452,9	4 210,5	2 465,5	3 300,8	3 747,3
Août	31 101,1	–	16 697,0	182,6	11 037,7	5 476,7	460,0	4 195,7	2 482,4	3 309,0	3 957,0
Sept. ^(p)	31 198,6	–	16 651,7	189,5	11 028,7	5 433,5	458,7	4 196,7	2 490,7	3 432,2	3 968,5

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	26 251,1	12 214,6	1 170,3	11 044,3	3 629,2	2 195,4	1 433,8	767,0	4 845,6	222,9	4 571,8
2013	24 649,7	11 747,7	1 097,4	10 650,3	3 622,6	2 262,0	1 360,6	792,1	4 488,2	218,9	3 780,2
2014 T2	25 134,0	11 709,1	1 101,1	10 608,0	3 696,2	2 377,9	1 318,3	805,5	4 752,3	211,3	3 959,6
T3 ^(p)	25 685,8	11 681,3	1 099,4	10 581,9	3 701,6	2 403,0	1 298,6	804,1	4 986,7	212,2	4 299,9
2014 Juin	25 134,0	11 709,1	1 101,1	10 608,0	3 696,2	2 377,9	1 318,3	805,5	4 752,3	211,3	3 959,6
Juillet	25 308,9	11 688,7	1 110,4	10 578,3	3 685,7	2 364,4	1 321,3	805,7	4 854,0	211,6	4 063,3
Août	25 543,5	11 642,5	1 099,8	10 542,8	3 701,0	2 390,9	1 310,1	802,7	4 876,6	211,6	4 308,9
Sept. ^(p)	25 685,8	11 681,3	1 099,4	10 581,9	3 701,6	2 403,0	1 298,6	804,1	4 986,7	212,2	4 299,9
Flux											
2012	90,5	-35,3	-4,6	-30,8	112,1	183,0	-70,9	38,6	-150,0	-14,0	139,1
2013	-1 616,7	-278,3	-73,6	-204,7	-26,6	46,2	-72,8	14,1	-79,4	-2,1	-1 244,5
2014 T2	165,5	-18,3	-6,1	-12,2	-8,9	2,6	-11,5	5,3	68,3	1,4	117,7
T3 ^(p)	339,6	-19,8	-3,6	-16,2	-16,0	7,7	-23,7	0,8	38,3	1,0	335,4
2014 Juin	-58,1	26,7	-7,9	34,6	-17,8	-6,4	-11,4	-1,5	-33,2	0,5	-32,9
Juillet	140,2	-11,6	7,5	-19,1	-15,4	-17,8	2,4	4,0	61,1	0,3	101,8
Août	192,3	-44,8	-10,6	-34,2	4,0	15,8	-11,8	-3,8	-6,8	0,1	243,5
Sept. ^(p)	7,2	36,6	-0,6	37,1	-4,7	9,6	-14,3	0,6	-16,0	0,6	-9,9

2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts de l'administration centrale	Dépôts des autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	Titres de fonds d'investissement monétaires ³⁾	Titres de créance émis ⁴⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs ²⁾	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM	
											1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours											
2012	26 251,1	876,8	251,0	10 934,9	467,9	2 853,2	2 396,4	3 793,4	4 729,6	-52,1	
2013	24 649,7	921,2	214,8	10 981,1	404,8	2 586,4	2 340,4	3 308,9	3 954,3	-62,2	
2014 T2	25 134,0	935,3	315,9	11 034,5	392,2	2 533,2	2 457,3	3 374,8	4 138,9	-48,0	
T3 ^(p)	25 685,8	947,0	240,5	11 068,1	414,6	2 526,1	2 507,2	3 575,2	4 473,3	-66,3	
2014 Juin	25 134,0	935,3	315,9	11 034,5	392,2	2 533,2	2 457,3	3 374,8	4 138,9	-48,0	
Juillet	25 308,9	944,7	292,8	11 033,1	409,6	2 524,1	2 470,6	3 437,2	4 239,4	-42,6	
Août	25 543,5	946,8	246,4	11 075,1	412,9	2 521,4	2 495,1	3 449,7	4 452,0	-55,8	
Sept. ^(p)	25 685,8	947,0	240,5	11 068,1	414,6	2 526,1	2 507,2	3 575,2	4 473,3	-66,3	
Flux											
2012	90,5	19,5	-5,1	180,5	-18,2	-125,3	156,0	-251,4	151,4	-16,9	
2013	-1 616,7	44,4	-37,0	162,6	-46,6	-199,2	79,1	-441,6	-1 187,1	8,7	
2014 T2	165,5	18,8	48,7	35,9	-11,6	-20,8	17,6	-43,6	134,8	-14,2	
T3 ^(p)	339,6	11,7	-75,7	14,3	9,2	-30,0	49,0	36,6	335,6	-11,0	
2014 Juin	-58,1	6,4	26,3	31,3	-12,9	-20,0	19,3	-103,0	5,9	-11,5	
Juillet	140,2	9,4	-23,1	-4,0	17,4	-17,5	16,2	33,3	103,4	5,0	
Août	192,3	2,0	-46,4	37,6	3,4	-6,9	13,2	-4,4	205,0	-11,4	
Sept. ^(p)	7,2	0,2	-6,2	-19,3	-11,7	-5,7	19,5	7,7	27,1	-4,6	

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	9	10	Pour mémoire : prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁵⁾	11	12
Encours													
2012	5 107,1	3 882,3	8 989,4	789,8	9 779,3	-	7 569,0	3 406,0	13 055,3	10 854,0	-	-	1 035,4
2013	5 391,1	3 812,4	9 203,5	624,7	9 828,1	-	7 303,0	3 402,3	12 693,8	10 539,9	-	-	1 161,9
2014 T2	5 547,2	3 808,4	9 355,6	602,3	9 957,9	-	7 288,6	3 439,4	12 595,2	10 467,7	-	-	1 364,1
T3 ^(p)	5 693,7	3 802,9	9 496,6	611,1	10 107,7	-	7 330,6	3 512,4	12 571,0	10 446,2	-	-	1 405,4
2014 Juin	5 547,2	3 808,4	9 355,6	602,3	9 957,9	-	7 288,6	3 439,4	12 595,2	10 467,7	-	-	1 364,1
Juillet	5 598,6	3 807,4	9 406,0	611,2	10 017,1	-	7 295,8	3 465,5	12 576,3	10 437,5	-	-	1 415,1
Août	5 658,5	3 795,3	9 453,8	608,9	10 062,7	-	7 318,9	3 502,7	12 565,8	10 432,7	-	-	1 413,9
Sept. ^(p)	5 693,7	3 802,9	9 496,6	611,1	10 107,7	-	7 330,6	3 512,4	12 571,0	10 446,2	-	-	1 405,4
Flux													
2012	307,4	78,6	386,0	-55,8	330,2	-	-116,7	184,4	-103,2	-71,0	-15,4	-	100,1
2013	291,2	-66,7	224,5	-124,1	100,3	-	-89,9	-25,0	-305,9	-247,9	-221,6	-	361,5
2014 T2	56,6	15,6	72,2	3,4	75,6	-	-76,8	-35,3	-39,2	-43,8	12,0	-	83,4
T3 ^(p)	137,8	-10,2	127,7	4,5	132,2	-	3,2	53,7	-16,1	-11,6	-12,1	-	8,9
2014 Juin	14,5	8,3	22,9	8,7	31,6	-	-36,9	-36,4	11,2	-9,3	-3,7	-	43,5
Juillet	51,1	-2,1	49,0	9,0	58,0	-	0,3	20,1	-5,1	-19,7	-20,9	-	39,4
Août	58,0	-12,8	45,2	-2,4	42,8	-	6,2	26,6	-10,7	-3,4	-2,9	-	-13,8
Sept. ^(p)	28,7	4,7	33,5	-2,1	31,4	-	-3,4	7,0	-0,3	11,5	11,8	-	-16,7
Taux de croissance													
2012	6,4	2,1	4,5	-6,6	3,5	3,5	-1,5	5,8	-0,8	-0,6	-0,1	-	100,1
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,1	-	361,5
2014 T2	5,4	-1,8	2,3	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,6	-2,2	-1,8	-1,1	-	387,9
T3 ^(p)	6,2	-1,5	3,0	-4,1	2,5	2,1	-1,1	-0,4	-1,8	-1,2	-0,6	-	334,4
2014 Juin	5,4	-1,8	2,3	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,6	-2,2	-1,8	-1,1	-	387,9
Juillet	5,6	-1,8	2,5	-6,9	1,8	1,8	-1,2	-1,8	-1,9	-1,6	-1,0	-	416,4
Août	5,9	-1,7	2,7	-6,5	2,1	2,1	-1,1	-1,2	-1,9	-1,5	-0,9	-	379,7
Sept. ^(p)	6,2	-1,5	3,0	-4,1	2,5	.	-1,1	-0,4	-1,8	-1,2	-0,6	-	334,4

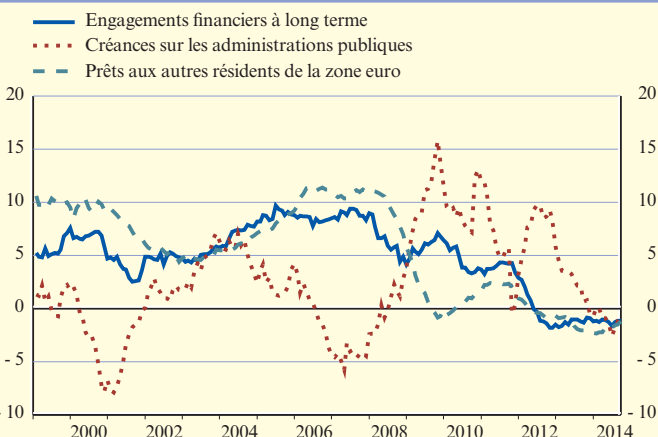
G1 Agrégats monétaires ¹⁾

(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⁾

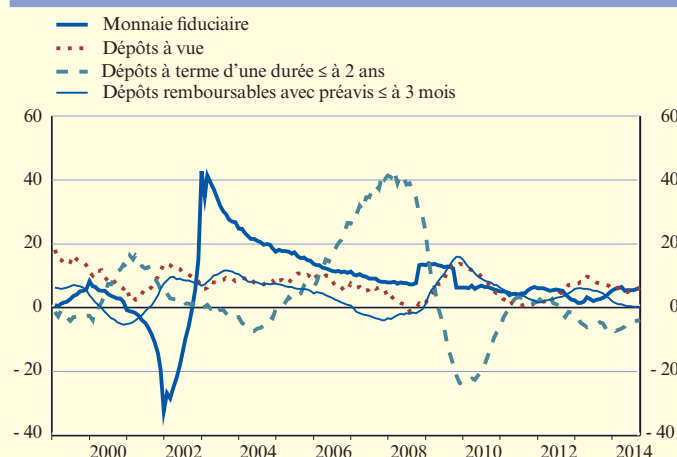
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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 de fonds d'investissement 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	4 243,1	1 801,8	2 080,6	123,7	483,3	182,9	2 685,0	106,1	2 395,2	2 382,7
2013	909,6	4 481,5	1 690,8	2 121,6	118,8	417,9	87,9	2 510,7	91,7	2 372,3	2 328,4
2014 T2	930,2	4 617,0	1 675,8	2 132,6	131,4	394,6	76,3	2 454,1	89,9	2 299,0	2 445,6
T3 ^(p)	948,1	4 745,6	1 663,5	2 139,4	121,6	418,6	70,9	2 451,8	92,5	2 277,3	2 508,9
2014 Juin	930,2	4 617,0	1 675,8	2 132,6	131,4	394,6	76,3	2 454,1	89,9	2 299,0	2 445,6
Juillet	935,5	4 663,1	1 674,8	2 132,6	129,8	410,8	70,6	2 451,3	90,5	2 289,6	2 464,5
Août	943,3	4 715,2	1 659,8	2 135,5	129,7	403,5	75,6	2 446,0	91,8	2 289,1	2 492,0
Sept. ^(p)	948,1	4 745,6	1 663,5	2 139,4	121,6	418,6	70,9	2 451,8	92,5	2 277,3	2 508,9
Flux											
2012	20,2	287,2	-36,0	114,7	-17,0	-20,0	-18,8	-105,9	-10,2	-156,3	155,7
2013	45,6	245,5	-109,9	43,2	-11,9	-48,6	-63,6	-137,3	-14,3	-18,9	80,5
2014 T2	3,9	52,7	7,3	8,3	14,4	-7,2	-3,7	-16,8	-1,3	-60,4	1,8
T3 ^(p)	17,9	119,9	-16,7	6,6	-10,6	10,8	4,4	-35,0	2,6	-26,8	62,3
2014 Juin	1,7	12,8	2,8	5,6	10,6	-1,9	-0,1	-17,7	-1,2	-12,8	-5,2
Juillet	5,3	45,9	-2,0	-0,1	-1,8	16,3	-5,5	-11,5	0,5	-10,5	21,9
Août	7,8	50,2	-15,7	2,8	-0,2	-7,1	4,9	-9,4	1,4	-2,0	16,2
Sept. ^(p)	4,8	23,9	1,0	3,8	-8,6	1,6	4,9	-14,1	0,7	-14,3	24,3
Taux de croissance											
2012	2,4	7,2	-1,9	5,8	-11,8	-3,9	-9,8	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,6	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 T2	5,5	5,3	-4,5	0,5	5,3	-8,2	-25,7	-3,2	-6,9	-3,9	2,6
T3 ^(p)	6,0	6,3	-3,7	0,3	10,3	-2,0	-23,7	-2,9	-1,1	-4,7	4,4
2014 Juin	5,5	5,3	-4,5	0,5	5,3	-8,2	-25,7	-3,2	-6,9	-3,9	2,6
Juillet	5,6	5,6	-4,2	0,2	1,1	-3,9	-28,5	-2,6	-5,1	-4,2	3,4
Août	5,8	5,9	-4,2	0,3	6,1	-5,2	-24,9	-2,5	-2,9	-4,2	3,5
Sept. ^(p)	6,0	6,3	-3,7	0,3	10,3	-2,0	-23,7	-2,9	-1,1	-4,7	4,4

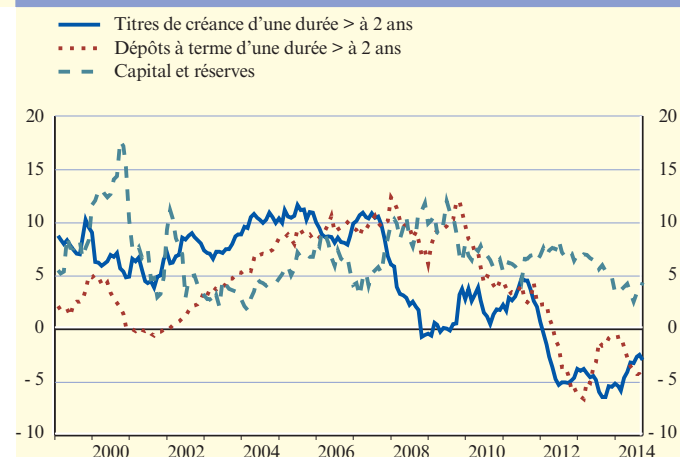
G3 Composantes des agrégats monétaires ¹⁾

(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 exclues 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⁾

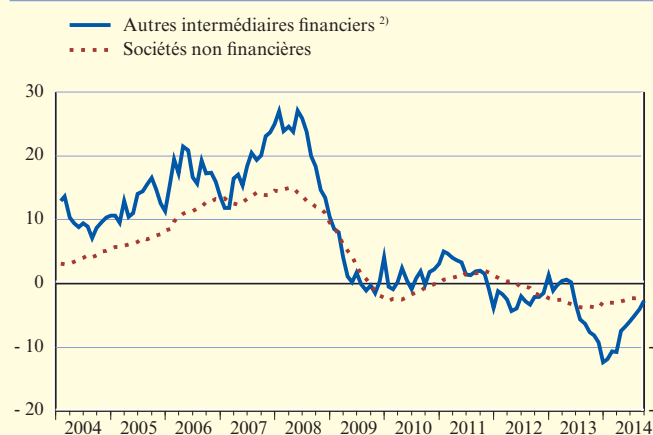
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

3. Prêts en tant que contrepartie de 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	5 241,4	–	601,8	3 823,5	816,1
2013	98,3	865,5	4 355,7	–	1 067,5	740,5	2 547,8	5 220,4	–	573,3	3 851,3	795,7
2014 T2	98,3	872,0	4 307,8	–	1 056,4	734,6	2 516,8	5 189,6	–	570,4	3 831,2	787,9
T3 ^(p)	103,7	860,4	4 285,8	–	1 058,3	725,3	2 502,1	5 196,4	–	567,5	3 846,8	782,2
2014 Juin	98,3	872,0	4 307,8	–	1 056,4	734,6	2 516,8	5 189,6	–	570,4	3 831,2	787,9
Juillet	102,5	851,9	4 292,6	–	1 051,7	731,4	2 509,6	5 190,4	–	571,3	3 833,0	786,2
Août	96,6	852,0	4 291,7	–	1 049,7	730,9	2 511,2	5 192,4	–	566,6	3 842,0	783,7
Sept. ^(p)	103,7	860,4	4 285,8	–	1 058,3	725,3	2 502,1	5 196,4	–	567,5	3 846,8	782,2
Flux												
2012	-2,0	12,7	-107,3	-60,1	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-120,6	-133,1	-127,9	-44,6	-44,9	-43,7	-3,7	14,1	-18,0	27,4	-13,1
2014 T2	-2,8	12,1	-16,7	-6,2	-0,2	7,2	-23,7	-36,5	8,2	-1,7	-34,5	-0,3
T3 ^(p)	5,2	-10,4	-18,0	-19,8	1,4	-7,9	-11,4	11,6	13,0	1,3	12,2	-2,0
2014 Juin	2,5	-14,3	0,4	4,9	19,1	4,0	-22,7	2,1	3,2	1,8	-0,4	0,7
Juillet	4,1	-11,6	-14,3	-16,0	-5,3	-2,1	-6,9	2,1	2,8	0,7	2,3	-0,9
Août	-5,9	-1,1	-1,0	-0,7	-2,1	-0,7	1,8	4,6	4,7	-1,5	8,0	-1,9
Sept. ^(p)	7,0	2,3	-2,7	-3,1	8,8	-5,1	-6,4	4,9	5,4	2,1	1,9	0,8
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	10,8	-12,3	-2,9	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 T2	4,7	-5,9	-2,3	-2,2	-2,8	-3,3	-1,8	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,4
T3 ^(p)	8,7	-2,7	-2,0	-1,8	-1,3	-3,3	-1,9	-0,5	0,6	-1,0	-0,1	-1,7
2014 Juin	4,7	-5,9	-2,3	-2,2	-2,8	-3,3	-1,8	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,4
Juillet	7,1	-4,9	-2,3	-2,2	-2,4	-3,6	-1,9	-0,5	0,5	-1,5	-0,1	-1,4
Août	0,2	-4,0	-2,2	-2,0	-2,2	-3,5	-1,7	-0,4	0,5	-1,5	0,0	-1,7
Sept. ^(p)	8,7	-2,7	-2,0	-1,8	-1,3	-3,3	-1,9	-0,5	0,6	-1,0	-0,1	-1,7

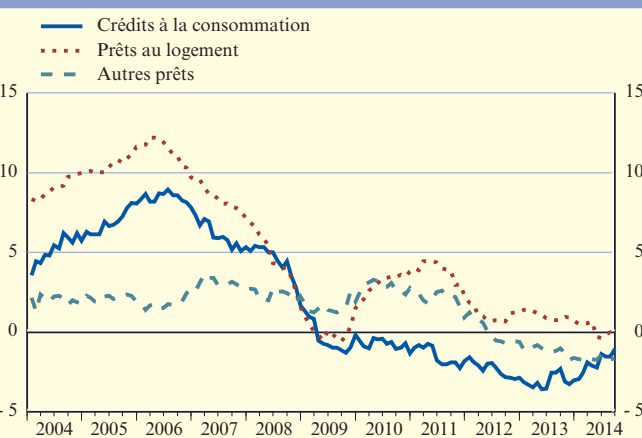
G5 Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières ¹⁾

(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	90,0	72,6	4,1	13,3	984,8	122,9	439,4	223,7	321,7	4 344,6	1 059,2	739,4	2 545,9
2014 T2	99,1	82,9	3,9	12,2	996,8	121,3	449,6	234,6	312,6	4 316,0	1 066,1	735,3	2 514,6
T3 ^(p)	107,2	90,0	4,6	12,6	990,0	121,7	440,7	238,1	311,2	4 285,5	1 055,5	726,8	2 503,2
2014 Juillet	104,3	87,6	4,5	12,2	977,1	125,5	428,8	235,5	312,9	4 302,6	1 057,1	733,1	2 512,4
Août	100,7	84,0	4,5	12,1	967,9	122,2	417,2	237,9	312,8	4 282,7	1 036,9	731,8	2 514,1
Sept. ^(p)	107,2	90,0	4,6	12,6	990,0	121,7	440,7	238,1	311,2	4 285,5	1 055,5	726,8	2 503,2
Flux													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-75,7	44,8	-54,8	3,9	-24,9	-133,6	-44,4	-44,9	-44,3
2014 T2	-0,2	0,9	0,0	-1,1	18,1	3,6	9,3	13,6	-4,8	-7,8	7,1	8,7	-23,6
T3 ^(p)	7,9	6,9	0,7	0,3	-5,6	0,3	-0,8	1,5	-6,3	-26,4	-11,1	-7,2	-8,1
2014 Juillet	5,1	4,6	0,6	0,0	-11,2	4,2	-10,7	0,3	-0,8	-12,4	-9,5	-1,1	-1,8
Août	-3,6	-3,6	0,0	-0,1	-10,5	-3,3	-11,8	2,1	-0,8	-20,0	-20,3	-1,5	1,8
Sept. ^(p)	6,4	5,9	0,1	0,4	16,1	-0,6	21,6	-0,9	-4,7	6,0	18,8	-4,6	-8,2
Taux de croissance													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,7	24,4	-10,3	1,9	-7,1	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 T2	4,6	5,2	5,5	0,3	-5,5	-2,6	-11,3	10,1	-5,8	-2,3	-2,8	-3,3	-1,8
T3 ^(p)	8,7	9,5	33,0	-2,9	-2,7	-3,3	-7,7	9,6	-3,3	-2,0	-1,3	-3,3	-1,9
2014 Juillet	7,0	7,4	25,8	-0,7	-2,2	13,2	-6,3	9,7	-4,1	-2,3	-2,4	-3,6	-2,0
Août	0,6	-0,1	28,5	-3,2	-3,1	3,6	-9,1	10,0	-3,1	-2,2	-2,2	-3,5	-1,7
Sept. ^(p)	8,7	9,5	33,0	-2,9	-2,7	-3,3	-7,7	9,6	-3,3	-2,0	-1,3	-3,3	-1,9

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	Entrepreneurs individuels	≤ 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	5 229,7	575,8	128,6	169,5	277,7	3 857,5	12,7	55,4	3 789,4	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2014 T2	5 194,9	572,5	125,7	169,3	277,5	3 829,6	13,2	54,5	3 761,9	792,8	399,8	141,1	75,5	576,3
T3 ^(p)	5 198,1	568,2	122,1	169,9	276,2	3 848,4	13,6	55,0	3 779,9	781,4	399,6	135,4	74,3	571,8
2014 Juillet	5 193,1	572,5	124,1	170,3	278,1	3 835,8	13,3	54,6	3 768,0	784,7	399,5	133,1	75,0	576,6
Août	5 190,3	566,4	120,8	169,5	276,1	3 841,6	13,1	55,0	3 773,5	782,3	398,3	131,9	74,4	576,0
Sept. ^(p)	5 198,1	568,2	122,1	169,9	276,2	3 848,4	13,6	55,0	3 779,9	781,4	399,6	135,4	74,3	571,8
Flux														
2013	-4,2	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,2	-1,4	-1,5	30,1	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2014 T2	-22,3	2,9	-1,0	4,6	-0,7	-32,0	0,1	-0,3	-31,8	6,7	0,0	6,9	0,1	-0,3
T3 ^(p)	7,9	0,0	-1,2	1,0	0,2	15,5	0,3	0,2	14,9	-7,6	-2,0	-5,8	-0,5	-1,3
2014 Juillet	-0,7	-0,2	-1,8	0,9	0,7	6,7	0,0	0,1	6,6	-7,2	-1,7	-7,7	-0,2	0,7
Août	-0,1	-2,9	-1,4	-0,7	-0,9	4,8	-0,1	0,2	4,7	-1,9	-1,2	-1,2	-0,3	-0,4
Sept. ^(p)	8,7	3,1	1,9	0,8	0,4	4,0	0,4	0,0	3,6	1,6	0,9	3,1	0,0	-1,6
Taux de croissance														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2014 T2	-0,6	-1,4	-2,2	0,4	-2,1	-0,4	-5,0	-2,8	-0,3	-1,4	-1,3	-0,5	-2,7	-1,5
T3 ^(p)	-0,5	-1,1	-3,2	1,5	-1,6	-0,1	6,1	-2,6	-0,1	-1,7	-1,4	-0,4	-2,4	-1,9
2014 Juillet	-0,5	-1,6	-3,1	0,7	-2,2	-0,1	2,4	-3,4	-0,1	-1,4	-1,1	-1,1	-3,1	-1,3
Août	-0,4	-1,5	-3,4	0,8	-2,1	0,0	2,6	-3,0	0,0	-1,7	-1,2	-1,4	-3,5	-1,5
Sept. ^(p)	-0,5	-1,1	-3,2	1,5	-1,6	-0,1	6,1	-2,6	-0,1	-1,7	-1,4	-0,4	-2,4	-1,9

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)}

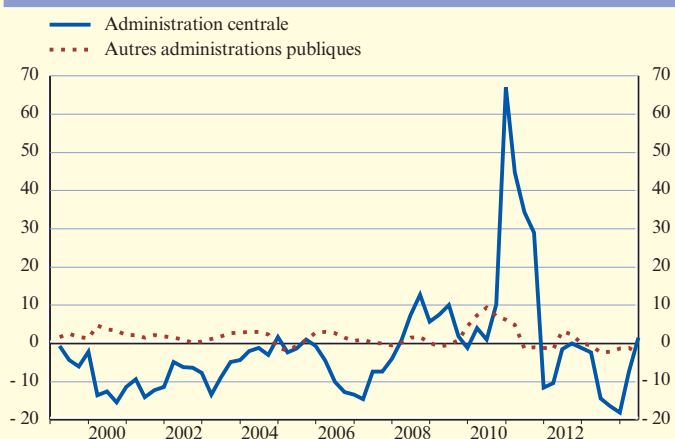
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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	1 082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2 726,0	1 788,1	937,9	56,5	881,4
2013 T3	1 090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2 767,3	1 807,6	959,7	59,3	900,5
T4	1 082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2 726,0	1 788,1	937,9	56,5	881,4
2014 T1	1 092,9	289,2	213,5	562,0	28,2	2 864,4	1 904,3	960,1	58,4	901,7
T2 ^(p)	1 087,5	295,4	207,4	556,1	28,5	2 933,4	1 957,6	975,8	57,7	918,1
Flux										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013	-72,1	-61,7	-7,9	-6,7	4,2	-72,7	-75,9	3,2	-2,1	5,3
2013 T3	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,4	-77,3	-14,0	2,4	-16,4
T4	-8,0	-5,4	0,0	0,7	-3,3	-10,9	3,0	-13,9	-2,2	-11,8
2014 T1	9,1	8,5	-0,3	1,0	-0,1	135,1	113,4	21,6	2,1	19,5
T2 ^(p)	-4,7	6,2	-6,1	-5,1	0,3	47,4	37,2	10,2	-1,0	11,2
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	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2013 T3	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,3	-3,2
T4	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2014 T1	-3,0	-7,6	-1,7	-1,4	8,5	1,8	3,5	-1,3	1,8	-1,5
T2 ^(p)	-1,5	1,4	-5,0	-1,7	1,7	2,9	4,2	0,4	2,3	0,3

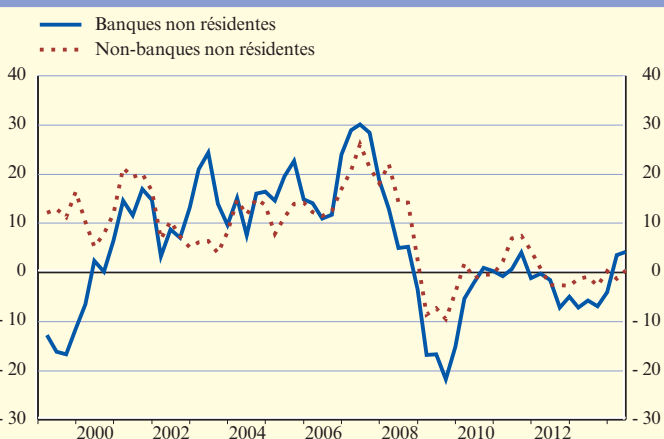
G7 Prêts aux administrations publiques ²⁾

(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)}

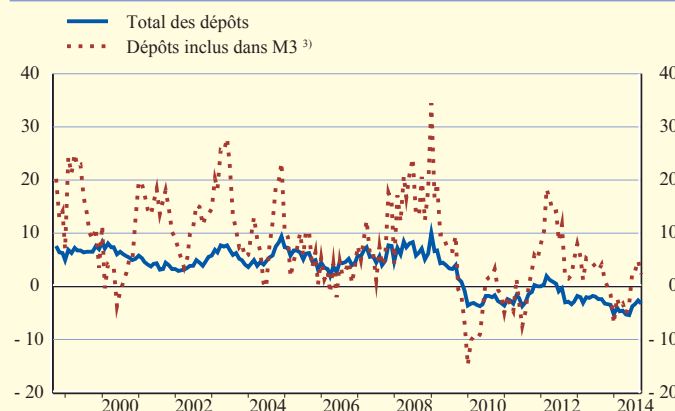
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Dépôts des intermédiaires financiers

	Sociétés d'assurance et fonds de pension							Autres intermédiaires financiers							
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Au près des contre-parties centrales
			≤ 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	2 020,0	410,1	236,6	1 021,0	13,6	0,3	338,6	260,8
2013	653,6	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 861,7	424,7	221,4	942,5	16,4	0,5	256,1	184,2
2014 T2	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1 796,8	442,0	212,9	871,2	16,5	0,2	254,0	171,2
T3 ^(p)	648,8	110,0	71,1	444,2	8,4	0,2	15,0	1 800,2	461,6	229,7	852,8	17,0	0,4	238,7	163,3
2014 Juin	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1 796,8	442,0	212,9	871,2	16,5	0,2	254,0	171,2
Juillet	661,7	114,6	75,5	447,2	8,1	0,1	16,2	1 791,0	435,1	214,3	865,6	16,6	0,2	259,1	169,6
Août	658,1	110,9	76,9	445,9	8,0	0,2	16,2	1 794,0	430,5	223,9	863,8	16,6	0,4	258,9	171,9
Sept. ^(p)	648,8	110,0	71,1	444,2	8,4	0,2	15,0	1 800,2	461,6	229,7	852,8	17,0	0,4	238,7	163,3
Flux															
2012	-12,3	15,2	2,9	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-181,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	13,2	9,4
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-54,9	14,8	-14,8	-76,7	3,0	0,3	18,6	32,6
2014 T2	-11,1	-2,1	-2,6	-6,5	0,0	0,0	0,0	-47,9	1,1	-2,4	-44,7	-1,5	-0,2	-0,2	-5,9
T3 ^(p)	-6,2	0,3	-4,3	-5,4	0,3	0,0	2,9	-3,2	18,4	15,6	-22,2	0,4	0,1	-15,6	-7,9
2014 Juin	-4,6	-1,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,3	13,7	4,5	-7,4	-7,8	-0,2	-0,1	24,9	24,0
Juillet	7,0	5,1	0,1	-2,4	0,0	0,0	4,2	-5,0	-4,7	1,0	-6,6	0,1	0,0	5,0	-1,6
Août	-3,7	-3,7	1,3	-1,3	-0,1	0,0	0,0	1,5	-5,4	9,6	-2,5	-0,1	0,1	-0,3	2,2
Sept. ^(p)	-9,5	-1,1	-5,8	-1,8	0,4	0,0	-1,2	0,3	28,5	4,9	-13,2	0,4	0,0	-20,3	-8,6
Taux de croissance															
2012	-1,7	16,5	3,8	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,2	6,0	-17,3	-14,0	-14,0	-	2,9	2,5
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,3	-7,5	21,8	-	2,7	10,5
2014 T2	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8
T3 ^(p)	-3,2	2,7	-5,1	-5,6	1,9	-	57,4	-7,5	3,7	-2,9	-11,7	3,0	-	-14,9	-17,7
2014 Juin	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8
Juillet	-3,3	4,8	-6,8	-5,9	4,7	-	53,8	-8,0	0,3	-8,1	-11,8	-1,5	-	-8,3	-9,8
Août	-2,6	6,4	-4,9	-5,7	-2,2	-	83,2	-7,8	-1,0	-5,0	-11,2	2,0	-	-9,3	-11,5
Sept. ^(p)	-3,2	2,7	-5,1	-5,6	1,9	-	57,4	-7,5	3,7	-2,9	-11,7	3,0	-	-14,9	-17,7

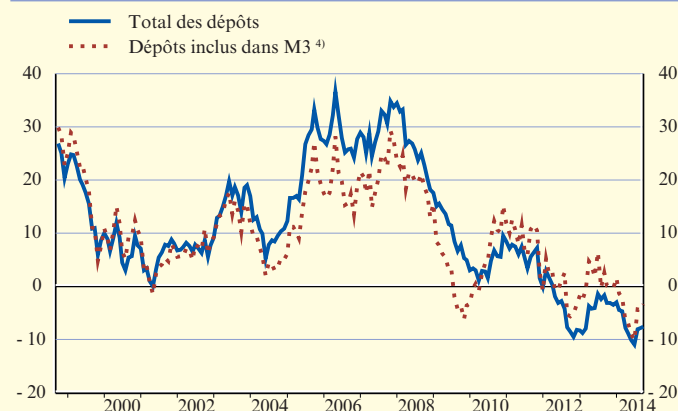
G9 Dépôts des sociétés d'assurance et des fonds de pension ²⁾

(taux de croissance annuels)



G10 Dépôts des autres intermédiaires financiers 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) 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	1 761,8	1 148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6 118,9	2 346,2	979,1	747,8	1 937,3	98,0	10,4
2013	1 873,9	1 236,7	404,4	122,8	91,7	1,8	16,5	6 263,3	2 521,5	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2014 T2	1 874,7	1 248,5	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6 339,5	2 615,2	855,7	807,8	1 974,5	82,1	4,2
T3 ^(p)	1 914,0	1 279,3	390,1	128,5	99,5	2,2	14,5	6 340,0	2 638,8	843,3	802,0	1 966,9	84,0	5,0
2014 Juin	1 874,7	1 248,5	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6 339,5	2 615,2	855,7	807,8	1 974,5	82,1	4,2
Juillet	1 876,3	1 243,6	391,8	127,2	98,6	2,0	13,1	6 341,0	2 624,0	852,7	804,8	1 971,7	82,7	5,0
Août	1 905,3	1 263,0	395,8	128,6	99,4	2,2	16,3	6 357,4	2 644,4	847,9	803,1	1 973,3	83,6	5,1
Sept. ^(p)	1 914,0	1 279,3	390,1	128,5	99,5	2,2	14,5	6 340,0	2 638,8	843,3	802,0	1 966,9	84,0	5,0
Flux														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,2	33,9	21,6	100,8	-9,5	-12,3
2013	119,6	92,4	-3,7	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,4	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2014 T2	17,1	31,7	-17,1	0,9	0,3	0,1	1,1	54,6	77,7	-14,1	-6,0	0,3	-1,7	-1,5
T3 ^(p)	30,4	25,2	4,0	0,1	1,6	0,2	-0,7	-2,7	21,9	-13,6	-6,0	-7,7	1,9	0,8
2014 Juin	-1,1	10,2	-9,6	0,7	-0,5	0,1	-2,0	16,6	25,5	-4,6	-1,7	-0,6	-1,2	-0,8
Juillet	-0,9	-6,8	7,2	-0,1	0,6	0,0	-1,8	0,7	8,3	-3,2	-3,0	-2,8	0,6	0,8
Août	26,8	18,6	3,5	0,5	0,8	0,2	3,1	15,9	20,2	-5,0	-1,8	1,6	0,9	0,0
Sept. ^(p)	4,5	13,4	-6,8	-0,3	0,1	0,0	-2,0	-19,3	-6,6	-5,4	-1,2	-6,5	0,4	-0,1
Taux de croissance														
2012	4,9	9,5	-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	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 T2	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-7,0	-30,5
T3 ^(p)	5,9	8,1	-1,4	6,9	3,1	31,8	45,8	2,2	7,2	-6,8	2,4	0,2	-1,2	-20,7
2014 Juin	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-7,0	-30,5
Juillet	6,2	8,2	-0,7	9,4	4,1	24,1	26,9	2,1	7,1	-7,6	4,0	0,1	-5,1	-26,9
Août	6,1	7,9	-0,5	9,0	3,4	33,2	33,7	2,2	7,3	-7,5	3,2	0,2	-2,8	-23,2
Sept. ^(p)	5,9	8,1	-1,4	6,9	3,1	31,8	45,8	2,2	7,2	-6,8	2,4	0,2	-1,2	-20,7

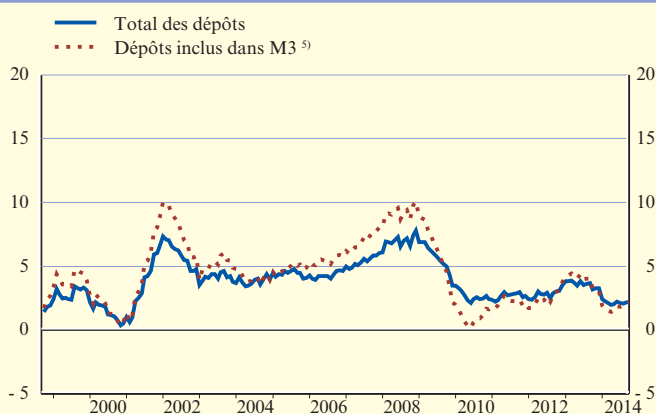
G11 Dépôts des sociétés non financières ²⁾

(taux de croissance annuels)



G12 Dépôts des ménages 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) 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)}

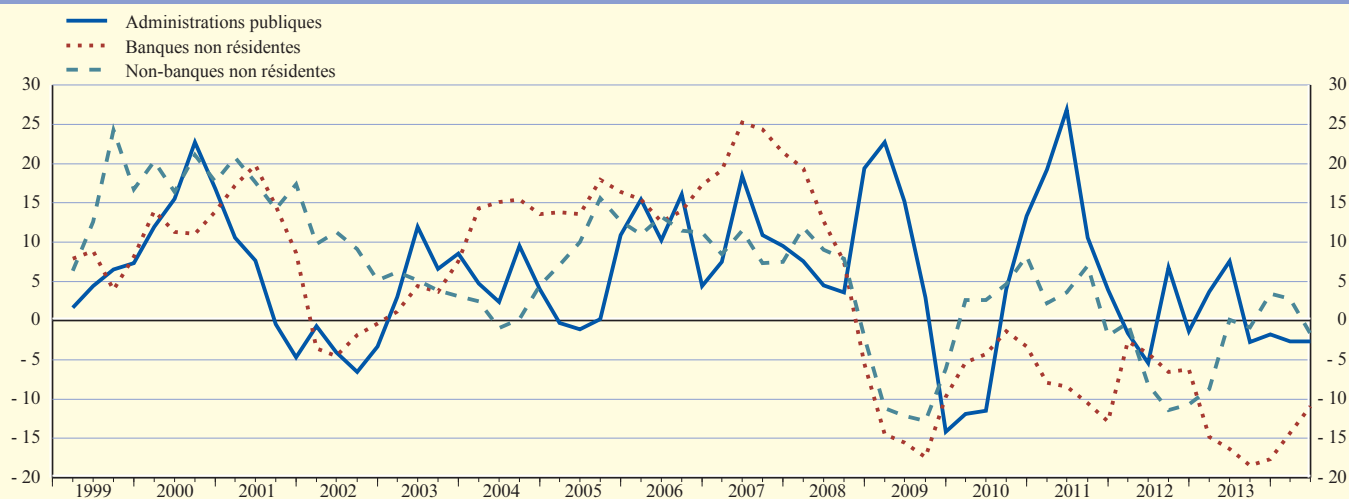
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2 895,4	2 016,8	878,6	39,8	838,7
2013	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2 519,8	1 626,0	893,8	29,8	864,0
2013 T3	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2 666,1	1 737,5	928,6	43,0	885,6
T4	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2 519,8	1 626,0	893,8	29,8	864,0
2014 T1	488,0	181,1	73,1	110,7	123,3	2 594,9	1 667,7	927,2	33,8	893,4
T2 ^(p)	534,0	214,8	72,5	113,2	133,5	2 581,9	1 659,2	922,7	31,2	891,5
Flux										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,1	-135,6	-104,5	-5,1	-99,4
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,8	39,3
2013 T3	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
T4	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,8	-28,9	-13,0	-15,9
2014 T1	45,5	28,5	9,0	1,3	6,7	63,2	38,1	25,1	3,9	21,2
T2 ^(p)	45,4	33,8	-0,6	2,6	9,7	-29,7	-18,9	-10,8	-2,7	-8,1
Taux de croissance										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2013 T3	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
T4	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2014 T1	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,8	-7,8	3,2
T2 ^(p)	-2,7	-9,4	2,3	-2,1	6,5	-7,8	-10,9	-1,7	-11,0	-1,3

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.

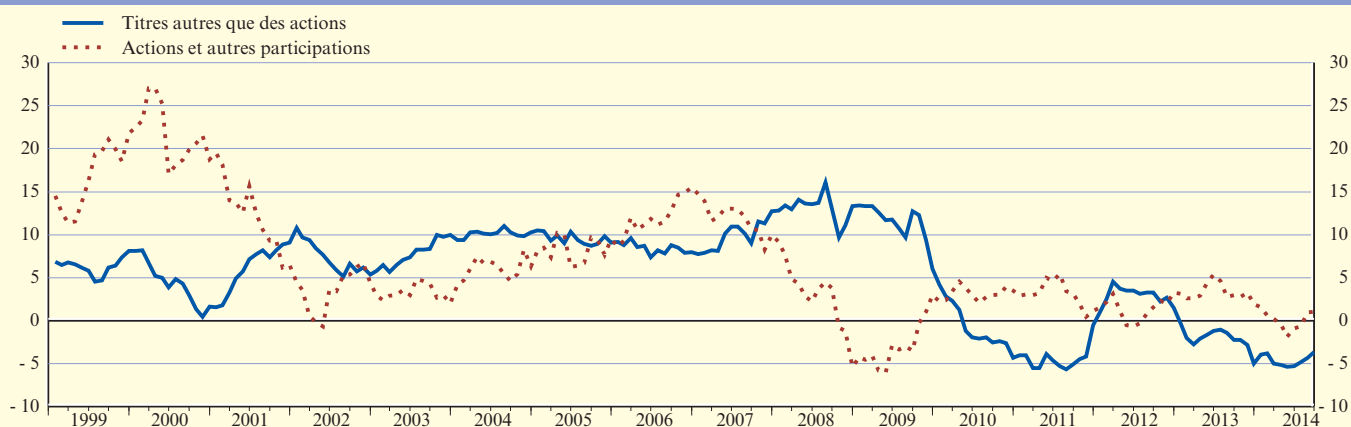
2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation ^{1), 2)}

(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	5 774,7	1 748,7	102,9	1 594,2	32,8	1 399,6	23,6	872,8	1 528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5 472,0	1 540,6	102,7	1 674,1	20,3	1 307,0	28,7	798,6	1 561,4	457,0	775,5	328,9
2014 T2	5 523,8	1 469,0	112,8	1 788,8	19,7	1 270,2	32,5	830,8	1 547,8	449,2	787,4	311,1
T3 ^(p)	5 586,0	1 428,5	121,4	1 816,3	23,9	1 252,1	31,9	911,9	1 562,7	454,1	786,3	322,3
2014 Juin	5 523,8	1 469,0	112,8	1 788,8	19,7	1 270,2	32,5	830,8	1 547,8	449,2	787,4	311,1
Juillet	5 513,4	1 451,0	114,6	1 779,5	20,7	1 275,4	31,7	840,6	1 546,8	450,3	788,2	308,3
Août	5 535,5	1 438,9	114,4	1 809,4	21,3	1 264,3	31,6	855,6	1 547,4	452,2	785,0	310,3
Sept. ^(p)	5 586,0	1 428,5	121,4	1 816,3	23,9	1 252,1	31,9	911,9	1 562,7	454,1	786,3	322,3
Flux												
2012	83,1	-17,5	16,0	191,1	10,5	-67,8	-4,0	-45,2	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-288,3	-220,3	-0,3	65,5	-11,3	-93,0	5,9	-34,8	29,7	-12,4	13,4	28,7
2014 T2	-8,5	-36,4	-3,4	16,6	0,0	-6,6	2,4	18,8	2,7	-1,0	5,3	-1,6
T3 ^(p)	-24,7	-47,4	-2,3	15,4	3,0	-20,2	-2,4	29,1	16,4	3,9	1,1	11,5
2014 Juin	-15,7	-11,9	-0,9	-6,9	0,7	-10,7	1,0	13,0	-3,0	2,3	-1,4	-3,9
Juillet	-22,8	-18,1	0,4	-12,4	0,7	5,0	-1,3	2,7	2,5	1,1	4,4	-2,9
Août	6,6	-13,6	-1,0	21,6	0,5	-11,4	-0,4	11,1	-1,3	1,4	-3,9	1,2
Sept. ^(p)	-8,5	-15,7	-1,7	6,2	1,9	-13,8	-0,7	15,3	15,2	1,4	0,6	13,1
Taux de croissance												
2012	1,5	-1,0	18,3	14,0	47,7	-4,6	-14,6	-4,8	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,6	25,2	-4,0	1,9	-2,6	1,8	9,7
2014 T2	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,1
T3 ^(p)	-3,6	-11,5	6,4	2,3	-25,2	-8,0	2,4	5,8	1,1	1,0	1,8	-0,5
2014 Juin	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,1
Juillet	-4,8	-11,9	-6,6	0,1	-30,4	-6,9	10,5	2,9	-0,6	-4,6	2,6	-2,6
Août	-4,3	-11,9	-0,6	1,2	-34,5	-7,5	9,8	4,5	0,9	0,4	2,5	-2,0
Sept. ^(p)	-3,6	-11,5	6,4	2,3	-25,2	-8,0	2,4	5,8	1,1	1,0	1,8	-0,5

G14 Titres détenus par les IFM 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.

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>														
2012	5 790,4	–	–	–	–	–	12 196,7	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5 249,7	–	–	–	–	–	11 731,5	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 T1	5 211,2	–	–	–	–	–	11 731,3	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,3	
T2 ^(p)	5 193,0	–	–	–	–	–	11 694,3	96,7	3,3	1,8	0,1	0,9	0,4	
<i>Aux non-résidents de la zone euro</i>														
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	1 788,1	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 T1	1 904,3	39,1	60,9	39,1	2,6	3,6	10,1	960,1	40,5	59,5	37,9	2,7	2,6	9,4
T2 ^(p)	1 957,6	38,5	61,5	40,1	2,7	3,9	9,3	975,8	39,8	60,2	37,3	3,6	2,5	9,7
Portefeuilles de titres autres que des actions														
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>														
2012	1 851,6	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	1 643,3	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3 030,1	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 T1	1 617,9	93,0	7,0	2,9	0,1	0,2	3,3	3 081,8	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,5
T2 ^(p)	1 581,8	92,9	7,1	2,8	0,1	0,3	3,4	3 111,2	98,3	1,7	0,9	0,1	0,1	0,5
<i>Émis par les non-résidents de la zone euro</i>														
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	421,9	52,4	47,6	20,2	0,2	0,5	20,0	376,7	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2014 T1	423,5	52,9	47,1	20,0	0,2	0,4	19,8	380,0	37,4	62,6	37,6	5,0	0,7	10,3
T2 ^(p)	432,5	52,6	47,4	21,2	0,3	0,5	20,0	398,4	37,7	62,3	38,3	4,8	0,8	10,0
Dépôts														
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>														
2012	6 155,3	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11 040,0	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5 552,8	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11 093,4	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 T1	5 517,7	93,0	7,0	4,4	0,2	1,1	0,7	11 136,6	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
T2 ^(p)	5 525,9	92,8	7,2	4,6	0,2	1,0	0,8	11 199,4	96,7	3,3	2,2	0,1	0,1	0,4
<i>Effectués par les non-résidents de la zone euro</i>														
2012	2 016,8	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	1 626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2014 T1	1 667,7	51,5	48,5	33,8	1,6	1,5	7,2	927,2	53,8	46,2	30,0	2,2	1,0	6,6
T2 ^(p)	1 659,2	49,5	50,5	35,4	2,0	1,6	7,4	922,7	52,0	48,0	30,3	2,6	1,1	7,3

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
2012	5 068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013	4 582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2014 T1	4 550,7	80,5	19,5	11,0	1,3	1,8	2,8
T2 ^(p)	4 493,7	79,6	20,4	11,6	1,2	1,8	3,0

Source : BCE.

- Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- Pour les non-résidents, le terme « IFM » désigne des établissements du même type que les IFM de la zone euro.
- Y compris les avoirs libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

2.8 Bilan agrégé des fonds d'investissement 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 de fonds d'investissement et des titres de fonds d'investissement monétaires)	Titres de fonds d'investissement et titres de fonds d'investissement monétaires	Actifs non financiers	Autres éléments d'actif (y compris les produits financiers dérivés)
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2014 Février	8 204,3	543,6	3 216,3	2 421,4	1 144,2	256,1	622,6
Mars	8 369,4	557,7	3 279,7	2 417,7	1 179,6	255,2	679,6
Avril	8 470,6	558,6	3 327,5	2 431,1	1 185,3	259,0	709,2
Mai	8 693,4	562,5	3 403,1	2 521,6	1 218,4	264,1	723,7
Juin	8 753,8	550,5	3 447,4	2 562,8	1 247,3	258,1	687,7
Juillet	8 852,6	568,8	3 483,0	2 570,8	1 259,3	258,2	712,6
août ^(p)	9 027,2	573,1	3 551,7	2 631,4	1 282,1	258,4	730,5
Transactions							
2013 T4	61,5	3,1	6,8	43,5	51,7	3,5	-47,2
2014 T1	229,6	44,8	103,3	50,9	21,5	1,6	7,5
T2	222,9	3,6	107,6	61,2	32,8	2,9	14,8

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de fonds d'investissement 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	Fonds d'investissement		
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2014 Février	8 204,3	184,3	7 448,9	5 467,9	907,2	1 980,9	571,1
Mars	8 369,4	190,2	7 532,0	5 549,9	927,9	1 982,2	647,2
Avril	8 470,6	192,6	7 601,0	5 601,8	931,8	1 999,3	677,0
Mai	8 693,4	188,7	7 812,2	5 737,9	961,2	2 074,3	692,5
Juin	8 753,8	175,5	7 919,7	5 788,4	984,0	2 131,3	658,6
Juillet	8 852,6	178,5	8 000,3	5 836,1	992,9	2 164,2	673,8
août ^(p)	9 027,2	184,6	8 152,5	5 938,8	1 013,4	2 213,7	690,0
Transactions							
2013 T4	61,5	0,7	112,1	93,6	44,0	27,1	-56,0
2014 T1	229,6	24,6	143,7	136,6	20,3	1,4	71,7
T2	222,9	-0,2	198,4	117,2	26,4	81,2	24,7

3. Ventilation des titres de fonds d'investissement émis par stratégies de placement et par types de fonds

	Total	Ventilation par stratégies de placement					Ventilation par types de fonds		Pour mémoire : fonds d'investissement monétaires	
		Fonds d'investissement « Obligations »	Fonds d'investissement « Actions »	Fonds d'investissement « Mixtes »	Fonds d'investissement « Placements immobiliers »	Fonds spéculatifs	Autres fonds d'investissement	Fonds ouverts		Fonds fermés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2014 Janvier	7 295,0	2 500,8	2 014,7	1 822,8	345,4	158,2	453,1	7 193,6	101,4	855,3
Février	7 448,9	2 530,9	2 084,9	1 865,8	346,7	159,0	461,6	7 346,6	102,3	855,3
Mars	7 532,0	2 560,6	2 092,5	1 894,2	349,4	163,3	472,0	7 429,6	102,4	835,5
Avril	7 601,0	2 587,5	2 114,7	1 913,4	351,4	159,7	474,4	7 497,5	103,5	836,5
Mai	7 812,2	2 644,7	2 195,8	1 963,7	360,3	163,7	483,9	7 707,4	104,8	839,2
Juin	7 919,7	2 660,0	2 230,8	1 999,9	358,6	171,7	498,6	7 813,4	106,3	824,4
Juillet	8 000,3	2 694,5	2 240,3	2 032,9	360,7	172,7	499,3	7 893,5	106,7	846,5
août ^(p)	8 152,5	2 743,2	2 293,4	2 065,6	362,8	174,5	513,0	8 045,1	107,4	856,6
Transactions										
2014 Février	59,1	23,2	13,2	20,6	0,1	1,5	0,6	58,5	0,6	4,9
Mars	40,1	26,8	-0,7	13,7	1,5	-2,8	1,5	50,5	-10,4	-19,6
Avril	55,1	18,1	24,2	13,6	1,8	-3,3	0,8	54,2	0,9	0,8
Mai	71,7	23,2	14,1	22,3	7,5	0,9	3,7	71,8	-0,1	-2,5
Juin	71,5	13,9	10,8	32,3	-3,6	6,4	11,7	71,5	0,0	-16,5
Juillet	73,2	27,9	13,5	29,1	-0,4	0,8	2,3	72,9	0,3	16,5
août ^(p)	35,4	19,8	0,6	8,1	0,5	-0,5	6,9	35,7	-0,3	8,0

Source : BCE.

1) Hors fonds d'investissement 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 fonds d'investissement¹⁾ 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											
2013 T3	3 096,9	1 687,0	394,4	798,6	257,4	9,0	227,4	1 410,0	343,5	548,7	14,9
T4	3 112,6	1 708,2	390,3	807,4	264,5	10,4	235,5	1 404,4	346,6	548,2	13,7
2014 T1	3 279,7	1 845,2	414,7	856,8	299,7	11,8	262,2	1 438,5	396,3	553,6	14,5
T2 ^(p)	3 447,4	1 914,3	420,6	887,7	320,5	11,3	274,2	1 536,8	418,4	575,1	15,2
Transactions											
2013 T4	6,8	9,3	-6,1	2,0	5,9	1,1	6,3	-2,5	6,3	-5,4	-0,6
2014 T1	103,3	65,6	11,5	26,7	12,8	0,5	14,0	42,4	14,5	18,8	0,4
T2 ^(p)	107,6	40,0	3,6	14,0	13,6	0,9	7,8	67,6	14,9	17,6	0,2

2. Actions et autres participations (autres que les titres de fonds d'investissement et les titres de fonds d'investissement 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											
2013 T3	2 228,6	817,2	72,6	-	56,2	30,4	658,1	1 411,3	197,8	502,7	112,8
T4	2 370,0	886,3	85,4	-	64,7	35,5	700,7	1 483,6	215,4	536,0	123,2
2014 T1	2 417,7	919,0	92,1	-	63,3	33,3	730,3	1 498,7	215,9	553,6	116,5
T2 ^(p)	2 562,8	940,4	94,5	-	67,0	29,0	749,9	1 622,3	228,8	597,4	131,7
Transactions											
2013 T4	43,5	18,3	3,6	-	2,4	1,6	10,7	23,4	8,7	0,5	10,0
2014 T1	50,9	20,5	2,8	-	13,0	-1,0	5,8	24,1	5,6	23,5	-0,4
T2 ^(p)	61,2	13,6	7,7	-	3,0	-1,5	4,5	47,6	8,1	20,5	5,4

3. Titres de fonds d'investissement/Titres de fonds d'investissement 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											
2013 T3	1 064,3	924,0	86,2	-	837,7	-	-	140,3	33,8	47,6	0,5
T4	1 117,9	971,2	85,1	-	886,1	-	-	146,6	36,6	49,4	0,5
2014 T1	1 179,6	1 016,2	88,2	-	927,9	-	-	163,4	40,5	60,0	0,4
T2 ^(p)	1 247,3	1 075,2	91,2	-	984,0	-	-	172,1	45,6	60,7	0,8
Transactions											
2013 T4	51,7	43,7	-0,3	-	44,0	-	-	8,0	3,9	2,0	0,0
2014 T1	21,5	22,0	1,7	-	20,3	-	-	-0,5	0,8	-0,7	-0,1
T2 ^(p)	32,8	28,9	2,5	-	26,4	-	-	3,9	2,6	0,4	0,3

Source : BCE.

1) Autres que les fonds d'investissement monétaires. Pour plus de détails, cf. les notes générales.

2) Les titres de fonds d'investissement (autres que les titres de fonds d'investissement monétaires) sont émis par les autres intermédiaires financiers. Les titres de fonds d'investissement 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													
2013 T2	1 998,7	271,3	1 349,3	1 041,5	456,5	162,1	24,6	3,6	117,5	192,7	88,3	36,4	60,7
T3	1 959,8	264,2	1 326,8	1 031,8	449,6	156,2	20,1	3,5	115,2	180,2	87,4	36,8	64,3
T4	1 916,0	252,8	1 292,3	1 010,2	442,6	145,4	19,7	3,1	113,9	178,8	89,7	38,3	64,1
2014 T1	1 884,6	253,4	1 256,7	976,7	430,4	158,1	21,1	3,1	97,8	163,2	101,6	44,7	64,9
T2	1 860,6	236,9	1 250,2	975,5	421,9	163,5	19,6	0,1	91,4	164,8	100,7	43,4	64,5
Transactions													
2013 T2	-32,5	-15,3	-16,6	-8,0	-	-1,5	-1,4	-0,4	-5,3	1,5	2,7	-1,7	-3,1
T3	-39,8	-6,9	-21,5	-9,3	-	-5,5	-4,3	0,0	-2,3	-12,7	-0,7	0,5	1,4
T4	-45,5	-11,3	-34,3	-21,6	-	-10,6	-0,6	-0,4	-1,2	-0,5	2,4	1,2	-3,0
2014 T1	-41,7	-11,1	-27,9	-27,6	-	0,3	-0,4	0,0	-0,2	-2,4	-1,3	-0,1	1,2
T2	-20,1	-16,4	1,0	4,5	-	5,1	-1,3	-0,4	-6,8	0,7	-0,3	-1,5	-3,5

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		
Encours							
2013 T2	1 998,7	129,4	1 615,2	56,2	1 559,0	29,4	224,8
T3	1 959,8	124,2	1 580,6	56,1	1 524,5	28,8	226,2
T4	1 916,0	117,3	1 541,1	61,0	1 480,1	29,0	228,6
2014 T1	1 884,6	143,5	1 474,0	81,0	1 393,0	28,0	239,0
T2	1 860,6	130,6	1 467,0	79,6	1 387,3	26,9	236,1
Transactions							
2013 T2	-32,5	-12,1	-15,0	0,0	-15,1	-1,6	-3,8
T3	-39,8	-3,9	-35,5	-0,1	-35,3	-0,7	0,2
T4	-45,5	-6,2	-39,5	4,8	-44,3	0,7	-0,5
2014 T1	-41,7	-1,5	-43,5	-4,7	-38,8	0,4	2,8
T2	-20,1	-13,5	-4,8	-3,4	-1,4	-1,3	-0,4

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													
2013 T2	1 041,5	759,7	226,0	20,9	0,2	5,5	29,3	192,7	114,3	32,9	81,4	32,4	78,4
T3	1 031,8	757,9	216,2	21,5	0,2	5,5	30,5	180,2	109,7	29,0	80,6	31,0	70,6
T4	1 010,2	740,8	204,7	26,8	0,2	5,4	32,2	178,8	107,6	28,7	78,8	33,6	71,2
2014 T1	976,7	725,6	193,2	24,7	0,2	5,3	27,7	163,2	98,9	26,0	72,8	34,1	64,4
T2	975,5	728,6	190,4	25,1	0,2	5,4	25,9	164,8	101,5	24,2	77,3	37,9	63,3
Transactions													
2013 T2	-8,0	7,7	-5,6	0,2	0,0	-0,2	0,0	1,5	3,2	0,7	2,5	0,1	-1,8
T3	-9,3	-2,1	-8,9	0,7	0,0	0,0	0,9	-12,7	-4,8	-4,0	-0,8	-1,4	-7,9
T4	-21,6	-17,3	-11,2	5,3	0,0	-0,1	1,7	-0,5	-1,8	-0,1	-1,7	1,9	1,2
2014 T1	-27,6	-15,4	-8,7	-0,8	0,0	-0,1	-2,5	-2,4	-2,5	-0,4	-2,1	-1,4	0,1
T2	4,5	2,9	-1,3	0,1	0,0	0,1	2,6	0,7	2,1	-1,8	3,9	3,6	-1,4

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 de fonds d'investisse- ment	Titres de fonds d'investisse- ment moné- taires	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
2011 T3	7 148,0	792,4	463,9	2 764,6	788,2	1 581,3	88,9	255,5	264,7	148,4
T4	7 158,9	785,2	473,6	2 725,1	793,1	1 615,9	91,2	253,5	271,1	150,1
2012 T1	7 444,1	797,7	474,0	2 867,8	806,5	1 712,4	102,9	258,1	276,3	148,4
T2	7 467,3	786,6	473,0	2 879,9	801,9	1 716,7	106,7	261,4	292,0	149,1
T3	7 679,4	786,0	482,5	2 992,5	819,6	1 796,4	108,1	263,1	281,9	149,3
T4	7 768,2	788,8	481,5	3 040,8	817,9	1 837,7	109,5	261,7	279,0	151,4
2013 T1	7 957,0	798,7	476,2	3 109,1	835,5	1 913,6	114,6	283,5	275,0	150,8
T2	7 899,6	777,7	475,7	3 101,9	832,9	1 906,2	100,0	283,1	269,9	152,2
T3	7 992,7	771,0	479,5	3 118,9	854,1	1 980,7	95,8	283,6	256,1	152,9
T4	8 080,7	755,8	480,3	3 187,5	874,7	2 021,8	83,0	282,1	240,5	155,0
2014 T1	8 328,8	767,2	494,0	3 272,0	889,2	2 096,5	98,8	287,4	267,8	155,9
T2 ^(p)	8 592,8	759,3	494,1	3 375,9	935,3	2 197,4	99,2	291,5	283,6	156,4

2. Portefeuilles de titres autres que des actions

	Total	Émis par les résidents de la zone euro					Sociétés non financières	Émis par les non-résidents de la zone euro
		Total	IFM	Administrations publiques	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011 T3	2 764,6	2 346,9	635,0	1 309,3	227,4	17,0	158,2	417,7
T4	2 725,1	2 303,1	635,5	1 264,2	223,9	16,3	163,2	422,1
2012 T1	2 867,8	2 418,0	667,7	1 320,8	236,5	17,0	176,0	449,8
T2	2 879,9	2 411,5	675,3	1 303,7	234,6	16,5	181,4	468,4
T3	2 992,5	2 500,3	705,8	1 342,5	241,6	17,0	193,4	492,2
T4	3 040,8	2 535,6	690,3	1 381,1	249,9	17,7	196,7	505,1
2013 T1	3 109,1	2 617,4	722,6	1 412,8	257,6	17,2	207,1	491,7
T2	3 101,9	2 600,3	703,5	1 414,6	257,3	16,1	208,9	501,6
T3	3 118,9	2 606,6	702,0	1 409,1	265,8	16,0	213,7	512,4
T4	3 187,5	2 656,4	676,3	1 476,5	266,6	15,6	221,4	531,1
2014 T1	3 272,0	2 726,1	674,6	1 543,0	266,3	15,8	226,4	545,9
T2 ^(p)	3 375,9	2 810,2	688,6	1 600,4	279,9	13,4	227,8	565,7

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	
2011 T3	7 061,6	270,7	41,2	409,3	6 137,9	3 275,8	2 050,2	811,8	202,4	86,4
T4	7 076,2	263,7	41,2	408,1	6 165,0	3 283,1	2 077,4	804,4	198,2	82,7
2012 T1	7 233,1	271,3	43,3	438,9	6 278,4	3 316,3	2 137,9	824,2	201,1	211,0
T2	7 300,5	280,8	42,0	419,7	6 348,7	3 315,8	2 205,3	827,6	209,3	166,8
T3	7 372,1	292,0	43,7	450,1	6 387,9	3 361,1	2 200,8	826,0	198,4	307,3
T4	7 472,6	266,5	49,1	477,7	6 459,0	3 395,7	2 243,9	819,4	220,2	295,6
2013 T1	7 585,2	278,5	48,7	492,8	6 541,0	3 440,5	2 252,3	848,1	224,2	371,7
T2	7 633,8	278,7	45,6	500,0	6 576,6	3 454,6	2 275,3	846,7	232,8	265,8
T3	7 656,1	278,0	46,2	515,2	6 593,0	3 493,4	2 253,4	846,2	232,7	336,6
T4	7 741,7	265,5	47,2	537,6	6 673,6	3 535,5	2 296,5	841,7	217,9	338,9
2014 T1	7 913,3	278,2	48,0	536,6	6 812,8	3 603,4	2 339,1	870,3	237,7	415,5
T2 ^(p)	8 057,1	284,0	52,7	531,8	6 943,5	3 666,1	2 405,1	872,2	245,2	535,7

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
Compte extérieur						
Exportations de biens et services						656
<i>Solde des échanges extérieurs</i> ¹⁾						-85
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Impôts sur les produits moins subventions sur les produits						
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 219	107	796	57	258	
Autres impôts (moins les subventions) sur la production	43	9	26	5	4	
Consommation de capital fixe	455	116	258	12	70	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i> ¹⁾	540	280	221	39	0	
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						8
Rémunération des salariés						
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	859	27	444	315	73	141
Intérêts	295	25	47	151	73	51
Autres revenus de la propriété	564	2	398	164	0	89
<i>Revenu national net</i> ¹⁾	2 045	1 733	2	55	256	
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	323	254	55	13	0	5
Cotisations sociales	463	463				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	492	1	17	36	438	1
Autres transferts courants	242	75	29	80	58	16
Primes nettes d'assurance-dommages	60	37	10	12	1	8
Indemnités d'assurance-dommages	65			65		2
Autres	116	39	19	2	57	6
<i>Revenu disponible net</i> ¹⁾	2 012	1 526	-69	63	492	
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 934	1 407			528	
Dépense de consommation individuelle	1 736	1 407			330	
Dépense de consommation collective	198				198	
Ajustements pour variation des droits à pension	22	0	1	21	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i> ¹⁾	78	141	-69	42	-36	-43
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	490	138	272	12	68	
Formation brute de capital fixe	502	137	285	12	68	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-11	1	-13	0	1	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	-1	-1	0	0	0	1
Transferts en capital	35	9	1	2	24	5
Impôts en capital	7	7	0	0		0
Autres transferts en capital	28	2	0	2	24	5
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i> ¹⁾	47	119	-68	43	-47	-47
Écart statistique	1	-22	21	0	0	-1

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
T2 2014						
Compte extérieur						
Importations de biens et services						571
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 257	511	1 300	112	333	
Impôts sur les produits moins subventions sur les produits	253					
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	2 510					
Rémunération des salariés						
Autres impôts (moins les 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	540	280	221	39	0	
Rémunération des salariés	1 223	1 223				4
Taxes nettes de subventions sur la production	294				294	1
Revenus de la propriété	847	257	225	331	34	152
Intérêts	295	43	35	209	8	52
Autres revenus de la propriété	553	214	191	121	27	101
<i>Revenu national net</i>						
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net	2 045	1 733	2	55	256	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	327				327	1
Cotisations sociales	462	1	18	59	384	2
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	491	491				2
Autres transferts courants	207	95	13	78	21	50
Primes nettes d'assurance-dommages	65			65		3
Indemnités d'assurance-dommages	60	38	9	12	0	8
Autres	82	57	4	1	20	40
<i>Revenu disponible net</i>						
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net	2 012	1 526	-69	63	492	
Dépense de consommation finale						
Dépense de consommation individuelle						
Dépense de consommation collective						
Ajustements pour variation des droits à pension	22	22				0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i>						
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	78	141	-69	42	-36	-43
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	455	116	258	12	70	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	39	8	17	3	11	2
Impôts en capital	7				7	0
Autres transferts en capital	31	8	17	3	3	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 nets (impôts moins 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	Fonds d'investissement (hors fonds d'investissement monétaires)	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
T2 2014									
Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers									
Total des actifs financiers	103 121	20 418	17 500	31 360	7 806	12 905	8 365	4 768	20 283
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)	567			567					
Numéraire et dépôts	22 310	7 274	2 113	9 269	316	1 687	822	829	2 978
Titres de créance à court terme	1 173	49	58	577	283	100	70	38	519
Titres de créance à long terme	14 243	1 095	248	5 690	3 060	560	3 162	429	4 661
Crédits	22 145	93	3 214	12 625	86	4 446	694	988	3 069
Actions et autres participations	29 314	4 944	8 406	1 672	3 668	5 823	3 165	1 636	8 251
Actions cotées	5 923	956	1 198	330	2 331	454	356	299	.
Actions non cotées et autres participations	17 383	2 545	6 880	1 051	110	5 167	491	1 140	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	6 008	1 443	328	292	1 227	202	2 319	197	.
Régimes d'assurance et de pension	6 901	6 405	183	28	0	1	281	4	321
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	6 467	559	3 279	933	393	288	171	845	485
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	2 709	107	2 460	1	0	69	12	60	0
<i>Valeur financière nette</i>									
Compte financier, transactions sur actifs financiers									
Total des transactions sur actifs financiers	433	132	46	-185	201	42	60	137	113
Or monétaire et DTS	0			0					0
Numéraire et dépôts	-58	72	-9	-177	6	-24	-13	87	-46
Titres de créance à court terme	-19	0	-3	-22	16	-2	0	-7	17
Titres de créance à long terme	101	-35	-20	-3	97	23	36	4	70
Crédits	121	0	15	-3	5	66	3	36	-5
Actions et autres participations	153	30	28	-7	93	-30	28	12	67
Actions cotées	81	2	1	-9	57	24	5	1	.
Actions non cotées et autres participations	-38	-18	27	3	2	-63	1	9	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	110	45	-1	-1	33	9	22	2	.
Régimes d'assurance et de pension	49	42	0	0	0	0	7	0	11
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	86	24	36	27	-16	10	1	5	-2
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	15	3	13	0	0	-1	0	0	0
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>									
Compte des autres changements, actifs financiers									
Total des autres changements sur actifs financiers	1 060	146	249	32	156	338	141	-1	278
<i>dont revalorisations¹⁾</i>
Or monétaire et DTS	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Numéraire et dépôts	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance à court terme	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance à long terme	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Crédits	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions et autres participations	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions cotées	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions non cotées et autres participations	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Régimes d'assurance et de pension	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>									
Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers									
Total des actifs financiers	104 614	20 696	17 794	31 207	8 162	13 284	8 566	4 905	20 674
Or monétaire et DTS	576			576					
Numéraire et dépôts	22 294	7 342	2 120	9 117	323	1 669	809	914	2 950
Titres de créance à court terme	1 157	46	53	559	304	96	70	30	539
Titres de créance à long terme	14 562	1 078	237	5 728	3 211	607	3 262	439	4 756
Crédits	22 452	93	3 236	12 602	90	4 701	698	1 033	3 075
Actions et autres participations	30 067	5 041	8 648	1 674	3 864	5 911	3 278	1 652	8 420
Actions cotées	6 068	948	1 209	321	2 450	478	366	295	.
Actions non cotées et autres participations	17 713	2 566	7 105	1 060	116	5 216	497	1 153	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	6 287	1 526	334	293	1 298	217	2 414	204	.
Régimes d'assurance et de pension	7 039	6 526	191	33	0	1	284	3	342
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	6 465	570	3 310	918	371	297	166	833	592
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	2 744	110	2 490	2	0	70	13	60	0
<i>Valeur financière nette</i>									

Source : BCE.

1) Les données relatives aux revalorisations ne sont pas encore disponibles.

3.1 Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels (suite)
(montants en milliards d'euros)

Passifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Fonds d'investissement (hors fonds d'investissement monétaires)	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
T2 2014									
Compte de patrimoine d'ouverture, passifs									
Total des éléments de passif	104 607	6 799	26 998	31 152	7 398	12 791	7 876	11 592	18 475
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)									
Numéraire et dépôts	22 659			22 295				284	2 629
Titres de créance à court terme	1 276		61	454	2	116	0	642	416
Titres de créance à long terme	15 932		1 016	4 357	2	3 059	53	7 446	2 972
Crédits	21 414	6 181	8 557		134	3 795	320	2 428	3 800
Actions et autres participations	29 995	29	13 940	2 998	6 997	5 458	542	32	7 570
Actions cotées	5 435		4 255	552	0	474	155	0	.
Actions non cotées et autres participations	16 412	29	9 685	1 296	0	4 983	386	32	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	8 148			1 150	6 997				.
Régimes d'assurance et de pension	7 222		354	47	0	4	6 744	1	0
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés	6 054	516	3 016	949	263	333	217	760	897
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	2 709	133	2 330	44	0	69	12	100	0
<i>Valeur financière nette</i>	-1 486	13 619	-9 499	208	407	113	489	-6 824	
Compte financier, transactions sur passifs									
Total des transactions sur passifs	387	36	92	-178	197	-8	64	185	159
Or monétaire et DTS									
Numéraire et dépôts	-152			-151				0	47
Titres de créance à court terme	-22		-7	-9	0	6	0	-13	20
Titres de créance à long terme	106		18	-48	4	-3	4	132	65
Crédits	91	16	37		3	3	4	29	25
Actions et autres participations	181	0	44	-12	198	-47	-3	0	39
Actions cotées	49		19	25	0	5	0	0	.
Actions non cotées et autres participations	-48	0	25	-19	0	-51	-3	0	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	180			-18	198				.
Régimes d'assurance et de pension	61		2	-1	0	0	60	0	0
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés	122	19	-1	43	-8	33	-1	36	-38
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	15	5	8	2	0	-1	0	0	0
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>	46	96	-46	-7	4	50	-4	-47	-46
Compte des autres changements, passifs									
Total des autres changements sur passifs	824	5	75	187	184	127	96	150	505
<i>dont revalorisations¹⁾</i>
Or monétaire et DTS	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Numéraire et dépôts	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance à court terme	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance à long terme	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Crédits	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions et autres participations	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions cotées	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions non cotées et autres participations	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Régimes d'assurance et de pension	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>	236	141	174	-154	-29	211	44	-151	-227
Compte de patrimoine de clôture, passifs									
Total des passifs	105 818	6 840	27 165	31 160	7 780	12 910	8 036	11 927	19 140
Or monétaire et DTS									
Numéraire et dépôts	22 546			22 173				292	2 699
Titres de créance à court terme	1 255		54	444	5	121	0	630	441
Titres de créance à long terme	16 194		1 037	4 340	7	3 047	56	7 707	3 124
Crédits	21 613	6 198	8 651		136	3 834	325	2 469	3 914
Actions et autres participations	30 506	30	13 961	3 088	7 362	5 495	537	32	7 982
Actions cotées	5 301		4 154	522	0	478	146	0	.
Actions non cotées et autres participations	16 702	30	9 807	1 427	0	5 016	390	32	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	8 504			1 140	7 362				.
Régimes d'assurance et de pension	7 381		355	46	0	4	6 901	1	0
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés	6 270	539	3 053	1 015	269	382	216	795	788
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	2 744	139	2 356	45	0	70	13	99	0
<i>Valeur financière nette</i>	-1 204	13 856	-9 371	47	383	374	530	-7 022	

Source : BCE.

1) Les données relatives aux revalorisations ne sont pas encore disponibles.

3.2 Ménages

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2010	2011	2012	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014	T3 2013- T2 2014
Revenu, épargne et variations de la valeur nette								
Rémunération des salariés (+)	4 570	4 672	4 726	4 738	4 751	4 772	4 794	4 818
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 488	1 530	1 512	1 522	1 528	1 545	1 551	1 554
Intérêts à recevoir (+)	191	212	200	186	180	176	172	170
Intérêts à payer (-)	128	147	130	116	110	107	104	102
Autres revenus nets de la propriété (+)	736	758	765	746	754	754	749	744
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	869	901	948	965	972	977	984	990
Cotisations sociales nettes (-)	1 718	1 766	1 804	1 819	1 827	1 834	1 841	1 851
Prestations sociales nettes (+)	1 812	1 837	1 882	1 903	1 913	1 924	1 930	1 938
Transferts courants nets à recevoir (+)	71	70	77	77	76	81	82	83
= Revenu disponible brut	6 153	6 267	6 280	6 273	6 294	6 333	6 349	6 362
Dépense de consommation finale (-)	5 367	5 512	5 538	5 535	5 551	5 561	5 580	5 602
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	72	73	76	76	78	78	79	80
= Épargne brute	859	828	818	814	821	850	848	841
Consommation de capital fixe (-)	429	440	449	452	453	455	456	459
Transferts en capital nets à recevoir (+)	35	7	5	6	2	-3	-4	-7
Autres variations de la valeur nette (+)	644	-210	-142	-408	-204	-164	253	658
= Variations de la valeur nette	1 109	185	232	-40	165	228	640	1 033
Investissement, financement et variations de la valeur nette								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	571	580	557	543	541	537	538	537
Consommation de capital fixe (-)	429	440	449	452	453	455	456	459
Investissement financier (+), dont :	462	363	342	378	349	330	326	339
Actifs à court terme	42	126	193	165	132	92	69	96
Numéraire et dépôts	119	118	225	218	189	130	104	128
Parts de fonds d'investissement monétaires	-50	-70	8	65	68	44	41	59
Titres de créance ¹⁾	-17	30	0	-22	-30	-24	-15	-9
Actifs à long terme	388	237	144	167	192	199	231	207
Dépôts	57	54	10	10	28	58	61	43
Titres de créance	-23	67	-91	-137	-155	-141	-120	-111
Actions et autres participations	104	-1	95	148	165	120	127	111
Actions cotées, non cotées et autres participations	95	47	56	53	70	62	67	30
Parts de fonds d'investissement non monétaires	9	-47	39	95	95	58	60	81
Droits sur les assurances-vie et droits à pension	.	.	32	116	154	162	163	165
Financement (-),	177	87	32	-11	-24	-24	1	54
dont prêts	114	88	11	-17	-6	-22	-14	-1
dont auprès des IMF de la zone euro	147	81	23	-1	5	-6	-6	-35
Autres variations des actifs (+)	78	-212	-1 182	-1 342	-1 051	-1 142	-781	-535
Actifs non financiers ²⁾	198	-379	600	379	304	403	487	707
Actifs financiers	52	-334	372	260	287	427	381	526
Actions et autres participations	.	.	44	30	9	-17	72	148
Droits sur les assurances-vie et droits à pension	376	361	381	483	495	573	538	478
Flux nets résiduels (+)	376	361	381	483	495	573	538	478
= Variations de la valeur nette	1 109	185	232	-40	165	228	640	1 033
Compte de patrimoine								
Actifs non financiers ²⁾ (+)	29 932	30 299	29 674	29 248	29 369	29 068	28 992	29 249
dont patrimoine immobilier	28 427	28 749	28 104	27 658	27 770	27 462	27 376	27 625
Actifs financiers (+)	18 549	18 533	19 474	19 649	19 829	20 208	20 418	20 696
Actifs à court terme	5 834	5 973	6 143	6 196	6 173	6 222	6 223	6 289
Numéraire et dépôts	5 597	5 728	5 949	6 031	6 018	6 076	6 084	6 159
Parts de fonds d'investissement monétaires	1 300	1 172	1 288	1 345	1 378	1 404	1 443	1 526
Titres de créance ¹⁾	53	78	73	56	54	49	49	46
Actifs à long terme	11 650	11 464	12 239	12 286	12 505	12 843	13 018	13 214
Dépôts	1 062	1 114	1 133	1 152	1 166	1 190	1 190	1 183
Titres de créance	1 296	1 266	1 240	1 132	1 104	1 087	1 095	1 078
Actions et autres participations	4 109	3 770	4 252	4 317	4 534	4 807	4 853	4 956
Actions cotées, non cotées et autres participations	2 994	2 765	3 085	3 081	3 257	3 500	3 501	3 515
Parts de fonds d'investissement non monétaires	1 116	1 006	1 168	1 236	1 277	1 307	1 352	1 441
Droits sur les assurances-vie et droits à pension	.	.	5 614	5 684	5 700	5 759	5 880	5 997
Passifs (-)	6 639	6 806	6 891	6 825	6 793	6 791	6 799	6 840
dont prêts	6 100	6 191	6 254	6 221	6 216	6 198	6 181	6 198
dont auprès des IMF de la zone euro	5 189	5 257	5 269	5 259	5 251	5 239	5 226	5 196
= Valeur nette	41 841	42 026	42 258	42 072	42 406	42 486	42 610	43 105

Sources : BCE et Eurostat.

1) Titres d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IMF et titres d'une durée initiale inférieure ou égale à un an émis par d'autres secteurs.

2) Les actifs non financiers sont calculés conformément à la norme du SEC 95.

3.3 Sociétés non financières

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2010	2011	2012	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014	T3 2013- T2 2014
Revenu et épargne								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 900	5 076	5 106	5 104	5 113	5 122	5 147	5 163
Rémunération des salariés (-)	2 904	2 995	3 043	3 052	3 061	3 076	3 092	3 109
Autres impôts (moins subventions) sur la production (-)	31	40	49	48	52	62	59	58
= Excédent brut d'exploitation (+)	1 966	2 041	2 013	2 004	1 999	1 984	1 996	1 997
Consommation de capital fixe (-)	935	968	996	1 003	1 007	1 011	1 017	1 022
= Excédent net d'exploitation (+)	1 031	1 074	1 017	1 001	993	973	980	974
Revenus de la propriété à recevoir (+)	548	602	565	536	531	509	503	499
Intérêts à recevoir	155	175	158	152	150	148	145	142
Autres revenus de la propriété à recevoir	393	427	408	384	381	361	358	357
Intérêts et loyers à payer (-)	275	332	307	272	267	253	236	225
= Revenu d'entreprise net (+)	1 303	1 344	1 276	1 266	1 256	1 230	1 247	1 248
Revenu distribué (-)	909	909	939	904	898	875	875	887
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	173	194	201	206	206	207	209	207
Autres transferts nets (-)	52	54	62	63	63	64	64	65
= Épargne nette	143	154	62	77	72	61	79	69
Investissement, financement et épargne								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	178	146	127	111	105	99	88	82
Formation brute de capital fixe (+)	1 052	1 122	1 124	1 108	1 108	1 112	1 121	1 122
Consommation de capital fixe (-)	935	968	996	1 003	1 007	1 011	1 017	1 022
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	-9	-8	2	-8	-10	-12	-17	-17
Investissement financier (+)	750	546	164	176	221	169	164	199
Numéraire et dépôts	89	81	59	36	86	96	103	102
Titres de créance	23	-15	-21	-44	-41	-36	-14	-29
Prêts	182	100	67	-19	-49	-72	-47	-24
Actions et autres participations	243	292	88	41	25	6	-51	7
<i>dont actions non cotées et autres participations</i>	236	297	86	30	6	-22	-51	14
<i>dont parts de fonds d'investissement</i>	-29	-31	0	-2	-2	2	-6	4
Autres actifs financiers	213	88	-29	161	201	175	174	142
Financement (-)	623	559	201	216	255	170	124	135
Titres de créance	70	48	115	90	88	79	73	72
À court terme	-5	11	1	-4	3	-3	-11	-18
À long terme	75	37	113	94	85	82	84	90
Prêts	113	188	-31	-111	-170	-185	-182	-111
À court terme	-111	80	-4	15	-20	-34	-29	29
À long terme	224	107	-26	-126	-150	-151	-153	-140
Actions et autres participations	231	202	182	156	223	224	250	220
<i>dont actions non cotées et autres participations</i>	198	169	152	121	184	199	206	177
Crédits commerciaux et avances	.	.	50	29	23	8	6	-9
Autres passifs	-31	-3	40	88	89	42	-22	-36
Transferts en capital nets à recevoir (-)	-92	-78	-78	-81	-72	-64	-64	-62
= Épargne nette	143	154	62	77	72	61	79	69
Bilan financier								
Actifs financiers (+)	15 887	16 025	16 584	16 367	17 069	17 417	17 500	17 794
Numéraire et dépôts	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance	336	334	335	302	302	295	305	291
Prêts	3 172	3 297	3 261	3 238	3 249	3 230	3 214	3 236
Actions et autres participations	7 118	6 920	7 481	7 345	7 977	8 203	8 406	8 648
<i>dont actions non cotées et autres participations</i>	5 740	5 794	6 218	6 071	6 601	6 718	6 880	7 105
<i>dont parts de fonds d'investissement</i>	376	306	305	296	303	321	328	334
Autres actifs financiers	3 375	3 511	3 430	3 465	3 468	3 545	3 557	3 501
Passifs financiers (-)	25 175	24 614	25 605	25 504	26 494	27 002	26 998	27 165
Titres de créance	840	832	993	1 009	1 040	1 048	1 077	1 091
À court terme	53	62	63	72	72	58	61	54
À long terme	787	770	930	937	968	990	1 016	1 037
Prêts	8 921	9 070	8 929	8 873	8 827	8 655	8 557	8 651
À court terme	2 405	2 463	2 392	2 450	2 410	2 326	2 371	2 425
À long terme	6 516	6 606	6 536	6 422	6 417	6 328	6 186	6 226
Actions et autres participations	11 850	11 143	12 159	12 125	13 154	13 777	13 940	13 961
<i>dont actions non cotées et autres participations</i>	8 457	8 261	8 824	8 678	9 362	9 668	9 685	9 807
Crédits commerciaux et avances	.	.	2 356	2 328	2 329	2 376	2 330	2 356
Autres passifs	352	362	1 115	1 115	1 089	1 091	1 040	1 052

Sources : BCE et Eurostat.

3.4 Sociétés financières

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres ; encours en fin de période)

	2010	2011	2012	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014	T3 2013- T2 2014
Revenu et épargne								
Valeur ajoutée nette (prix de base) (+)	393	385	382	379	379	380	385	389
Rémunération des salariés (-)	229	232	233	234	234	235	235	235
Autres impôts (moins subventions) sur la production (-)	13	16	21	20	20	19	19	20
= Excédent net d'exploitation (+)	151	137	128	125	125	126	131	135
Intérêts à recevoir (+)	976	1 079	1 027	949	916	886	865	848
Intérêts à payer (-)	739	819	760	699	670	644	628	616
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	358	376	335	333	328	320	326	321
Revenus de la propriété attribués aux assurés et loyers (-)	266	279	279	278	278	277	283	325
= Revenu d'entreprise net (+)	480	495	451	429	422	412	411	401
Variation des droits à pension (-)	70	68	70	71	74	74	75	76
Revenus distribués (-)	249	248	236	248	248	237	244	224
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	40	41	45	48	50	50	50	50
Transferts en capital nets et autres transferts nets (-)	104	84	130	138	142	110	103	98
= Variations de la valeur nette dues aux transactions (+)	184	171	216	182	173	136	122	126
Autres variations de la valeur nette (+)	278	-241	236	88	-34	-131	-264	-128
= Variations de la valeur nette	462	-71	452	271	139	6	-142	-2
Investissement, financement et épargne								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	1	6	-1	-2	-2	3	-1	2
Investissement financier (+)	1 377	2 644	1 144	-1 034	-1 363	-1 341	-957	-736
Numéraire et dépôts	87	1 774	34	-1 964	-1 950	-1 847	-1 243	-1 204
Titres de créance	-152	110	-110	-288	-345	-474	-409	-353
Prêts	532	251	328	92	-122	-208	-245	-183
<i>dont à long terme</i>	520	210	234	71	5	-100	-111	-118
Actions et autres participations	376	321	382	444	490	657	562	614
Autres actifs financiers	84	21	-60	-3	-54	-52	-118	-83
Financement (-)	1 195	2 479	927	-1 218	-1 538	-1 475	-1 080	-861
Numéraire et dépôts	281	1 838	234	-1 924	-1 968	-1 910	-1 418	-1 338
Titres de créance	-152	110	-110	-288	-345	-474	-409	-353
Prêts	169	38	127	78	-63	-4	-40	-70
<i>dont à long terme</i>	131	19	9	17	-29	61	50	17
Actions et autres participations	562	379	595	680	604	658	575	603
Actions cotées	38	56	30	44	34	33	45	39
Actions non cotées et autres participations	286	333	266	267	163	232	137	42
Parts de fonds d'investissement	238	-10	299	368	407	393	393	522
Régimes d'assurance et de pension	284	116	159	184	192	191	191	212
Autres passifs	49	-3	-77	54	43	65	22	86
Autres variations des actifs financiers (+)	756	-539	1 181	243	-237	-266	-122	1 132
<i>dont titres de créance</i>	47	-258	579	36	-185	-247	-48	349
<i>dont actions et autres participations</i>	519	-542	671	530	465	465	415	933
Autres variations des passifs financiers (-)	476	-304	946	156	-201	-138	143	1 259
= Variations de la valeur nette	462	-71	452	271	139	6	-142	-2
Bilan financier								
Actifs financiers (+)	57 050	59 155	61 480	60 823	60 273	59 873	60 435	61 219
Numéraire et dépôts	12 347	14 256	14 222	13 171	12 738	12 235	12 094	11 918
Titres de créance	12 237	12 256	13 296	13 366	13 236	13 158	13 501	13 836
Prêts	17 796	18 084	18 423	18 413	18 048	17 902	17 851	18 091
<i>dont à long terme</i>	14 013	14 231	14 572	14 489	14 322	14 295	14 302	14 414
Actions et autres participations	12 096	11 876	12 929	13 180	13 547	14 051	14 328	14 727
Autres actifs financiers	2 573	2 682	2 610	2 694	2 704	2 527	2 661	2 647
Passifs financiers (-)	56 154	58 329	60 203	59 488	58 952	58 590	59 217	59 885
Numéraire et dépôts	22 429	24 326	24 521	23 549	23 037	22 495	22 321	22 199
Titres de créance	8 405	8 544	8 630	8 353	8 211	8 037	8 043	8 021
Prêts	4 058	4 273	4 362	4 477	4 275	4 207	4 248	4 295
<i>dont à long terme</i>	2 609	2 859	2 876	2 940	2 883	2 905	2 991	2 976
Actions et autres participations	13 228	13 033	14 360	14 594	14 968	15 460	15 994	16 482
Actions cotées	895	702	837	873	976	1 092	1 180	1 147
Actions non cotées et autres participations	5 549	5 782	6 256	6 249	6 316	6 520	6 666	6 832
Parts de fonds d'investissement	6 783	6 549	7 267	7 472	7 676	7 848	8 148	8 504
Régimes d'assurance et de pension	5 991	6 123	6 450	6 546	6 580	6 637	6 795	6 951
Autres passifs	1 990	1 975	1 825	1 914	1 827	1 702	1 763	1 883

Sources : BCE et Eurostat.

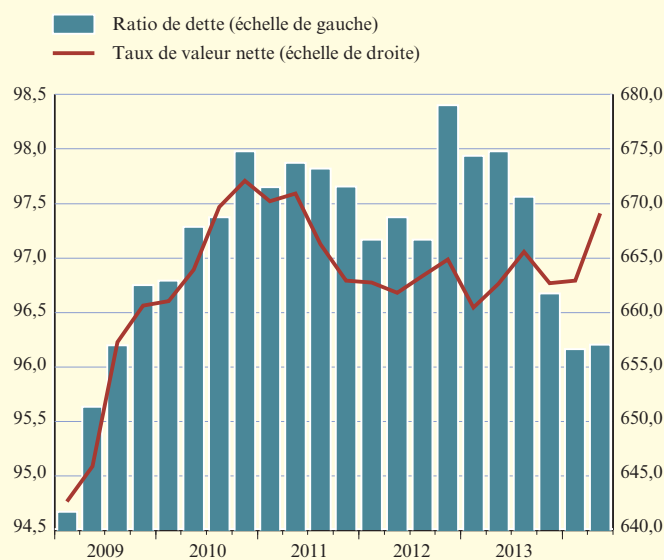
3.5 Ménages et sociétés non financières, indicateurs synthétiques

(pourcentages calculés à partir des transactions cumulées sur quatre trimestres ; variations annuelles en pourcentage)

	2009	2010	2011	2012	T2 2013	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014
Ménages	<i>en pourcentage du revenu disponible brut ajusté</i>								
Taux d'épargne	15,0	13,8	13,1	12,9	12,8	12,9	13,3	13,2	13,0
Taux d'investissement	9,3	9,1	9,0	8,7	8,5	8,5	8,3	8,4	8,3
Ratio de dette	96,7	98,0	97,7	98,4	98,0	97,6	96,7	96,2	96,2
Taux de valeur nette	660,6	672,1	662,9	664,8	662,7	665,5	662,7	662,9	669,1
	<i>variations annuelles en pourcentage</i>								
Rémunération des salariés	-0,2	1,4	2,2	1,1	0,5	1,1	1,7	1,9	2,0
Revenu disponible brut (ajusté)	-0,3	1,0	1,8	0,3	-0,3	1,5	2,5	1,1	0,9
Dépense de consommation finale	-1,8	2,4	2,7	0,5	0,2	1,2	0,7	1,4	1,6
Épargne brute	9,2	-7,1	-3,6	-1,2	-3,0	3,9	14,5	-0,9	-2,8
Investissement financier	3,2	2,6	2,0	1,8	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7
Financement	2,4	2,8	1,3	0,5	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,8
Sociétés non financières	<i>en pourcentage de la valeur ajoutée brute (sauf indication contraire)</i>								
Participation aux bénéfices	24,7	26,6	26,5	25,0	24,8	24,6	24,0	24,2	24,2
Taux d'investissement	21,5	21,5	22,1	22,0	21,7	21,7	21,7	21,8	21,7
Ratio de dette (dette/PIB)	-	-	-	-	128,1	127,6	125,9	124,2	125,1
Ratio de levier (dette/passif total)	-	-	-	-	49,2	47,4	46,0	45,6	45,8
	<i>variations annuelles en pourcentage</i>								
Valeur ajoutée brute	-4,9	2,9	3,6	0,6	0,6	0,7	0,7	2,0	1,3
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte	-9,8	5,2	3,9	-1,4	-0,3	-0,8	-3,0	2,3	0,1
Revenu d'entreprise net	-12,2	11,0	3,1	-5,1	-2,2	-3,2	-9,1	6,0	0,5
Formation brute de capital fixe	-14,6	2,8	6,6	0,2	-0,8	0,1	1,3	3,6	0,2
Investissement financier	0,7	4,9	3,4	1,0	1,1	1,3	1,0	1,0	1,2
Financement	0,2	2,6	2,2	0,8	0,9	1,0	0,7	0,5	0,5

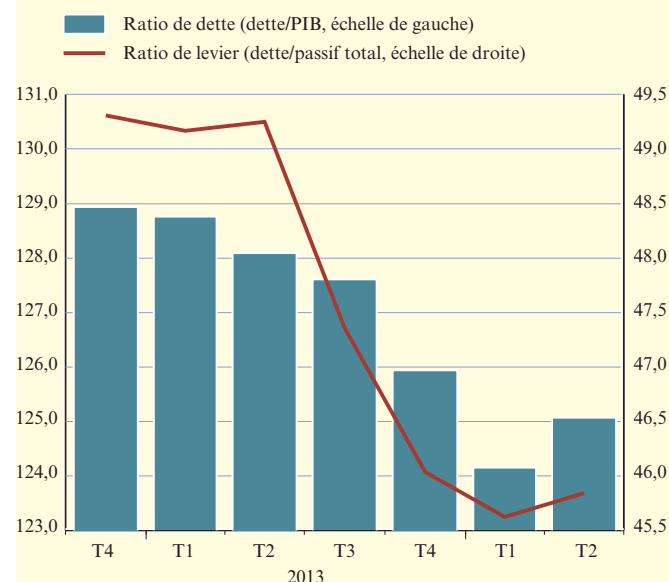
G15 Dette et valeur nette des ménages

(en pourcentage du revenu disponible brut ajusté)



G16 Dette et levier d'endettement des sociétés non financières

(en pourcentage, respectivement, du PIB et du passif total)



Sources : BCE et Eurostat.



MARCHÉS FINANCIERS

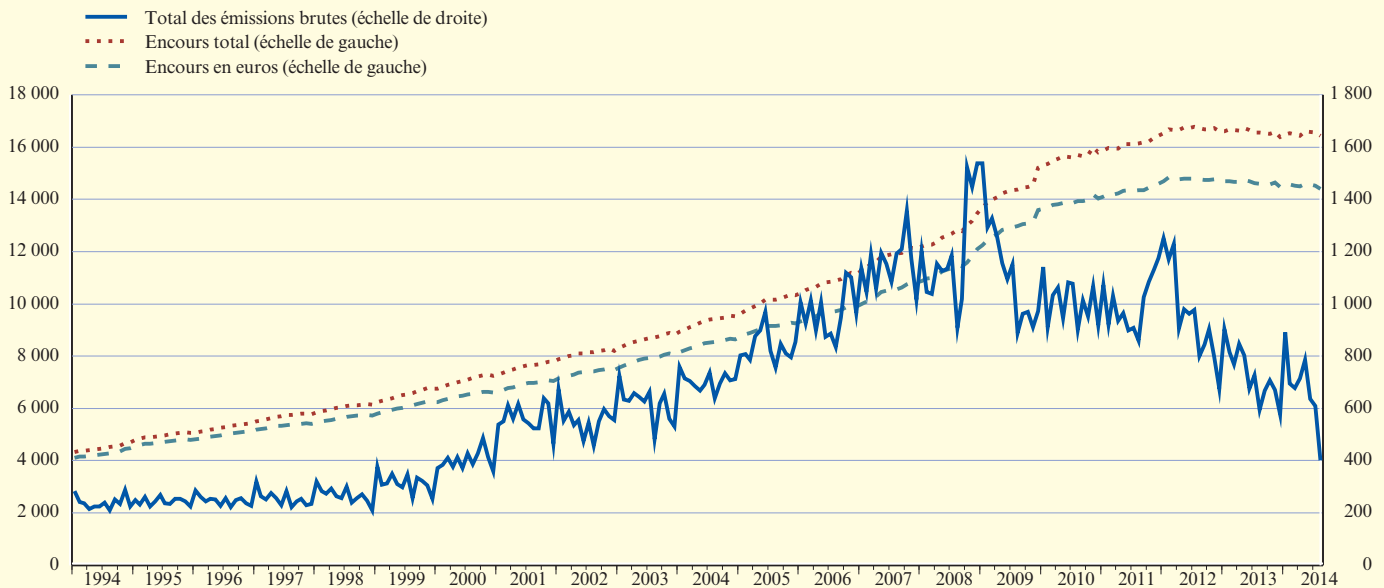
4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises

(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			Taux de croissance annuels	Données cvs ²⁾	
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes		Émissions nettes	Taux de croissance semestriels
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2013												
Août	16 819,2	516,5	-24,7	14 587,3	482,9	-26,4	16 553,7	595,1	-18,5	-0,8	15,3	-0,8
Septembre	16 828,6	608,2	9,8	14 579,7	557,6	-7,2	16 540,3	668,4	-5,7	-0,7	28,7	-0,3
Octobre	16 831,1	645,1	3,6	14 569,8	574,8	-8,7	16 507,4	707,9	-21,7	-1,0	-31,2	-0,5
Novembre	16 940,4	598,4	109,5	14 651,3	539,6	81,8	16 593,8	670,8	85,0	-0,8	8,3	-0,5
Décembre	16 763,9	517,6	-186,4	14 477,8	479,4	-183,4	16 374,6	577,4	-220,3	-1,3	-109,9	-1,6
2014												
Janvier	16 785,3	795,6	21,4	14 508,7	739,6	31,0	16 482,2	890,6	89,8	-0,8	63,3	-0,3
Février	16 856,8	628,9	67,3	14 567,4	575,8	54,6	16 540,0	694,8	67,0	-0,6	3,4	-0,5
Mars	16 836,1	650,9	-21,6	14 534,4	581,8	-34,0	16 487,3	677,8	-53,4	-0,8	-44,0	-1,3
Avril	16 812,9	681,5	-21,7	14 497,4	618,3	-35,5	16 445,9	713,7	-38,0	-1,0	-42,9	-1,5
Mai	16 918,8	731,7	105,8	14 602,8	658,7	105,1	16 594,3	786,1	132,4	-0,7	44,0	-1,0
Juin	16 896,3	595,5	-23,3	14 560,8	521,4	-42,6	16 577,9	636,2	-16,7	-0,5	29,5	0,6
Juillet	.	.	.	14 522,2	500,9	-42,0	16 559,8	609,3	-36,2	-0,2	1,4	-0,1
Août	.	.	.	14 396,1	298,0	-62,8	16 442,1	400,0	-65,6	-0,5	-29,4	-0,5
Long terme												
2013												
Août	15 546,9	116,7	-7,0	13 387,6	97,1	-10,5	15 097,8	112,4	-6,9	0,2	30,6	0,1
Septembre	15 562,7	223,7	16,2	13 392,5	190,6	5,3	15 103,2	216,7	14,8	0,1	42,5	0,4
Octobre	15 590,7	250,5	28,1	13 402,0	200,4	9,6	15 097,6	229,6	3,5	-0,1	-6,1	0,5
Novembre	15 706,3	251,9	114,5	13 493,5	210,0	90,4	15 204,4	240,1	105,1	0,2	29,5	0,7
Décembre	15 607,1	155,1	-99,8	13 403,0	134,1	-91,0	15 093,0	149,6	-102,7	0,1	-27,8	0,4
2014												
Janvier	15 571,4	273,7	-34,6	13 370,0	237,4	-31,9	15 102,8	290,3	-4,0	0,0	1,3	0,9
Février	15 635,4	231,7	63,8	13 424,1	197,6	54,0	15 152,3	228,5	62,0	0,3	0,2	0,5
Mars	15 587,3	257,1	-49,4	13 371,7	209,1	-53,8	15 095,9	238,5	-57,5	-0,1	-37,9	-0,5
Avril	15 594,9	272,1	7,8	13 359,0	226,0	-12,6	15 083,2	252,3	-10,7	-0,1	-20,4	-0,7
Mai	15 694,0	327,7	99,9	13 466,4	278,6	108,1	15 228,8	323,5	132,6	0,2	53,5	-0,4
Juin	15 708,5	251,1	12,8	13 469,5	199,4	1,5	15 245,9	245,2	16,6	0,4	31,0	0,4
Juillet	.	.	.	13 406,1	180,1	-68,2	15 191,0	206,3	-73,1	0,5	-14,0	0,2
Août	.	.	.	13 301,0	64,9	-57,0	15 091,2	75,7	-61,0	0,2	-22,0	-0,1

G17 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											
2012	16 617	5 399	3 260	977	6 291	689	958	589	82	68	187	33
2013	16 375	4 887	3 188	1 047	6 575	679	730	385	65	64	188	29
2013 T3	16 540	5 003	3 246	1 042	6 573	676	664	350	52	63	173	25
T4	16 375	4 887	3 188	1 047	6 575	679	652	341	58	64	163	25
2014 T1	16 487	4 820	3 192	1 074	6 716	686	754	371	71	69	202	41
T2	16 578	4 737	3 216	1 095	6 844	686	712	326	82	74	195	35
2014 Mai	16 594	4 786	3 236	1 092	6 800	680	786	362	113	84	196	31
Juin	16 578	4 737	3 216	1 095	6 844	686	636	285	67	62	183	39
Juillet	16 560	4 704	3 253	1 112	6 806	684	609	233	88	64	190	34
Août	16 442	4 685	3 156	1 118	6 791	691	400	191	35	33	119	22
	Court terme											
2012	1 489	601	136	81	606	64	703	490	37	52	104	21
2013	1 282	474	111	74	571	52	513	315	27	47	103	21
2013 T3	1 437	539	133	90	628	47	489	294	26	46	106	18
T4	1 282	474	111	74	571	52	446	269	23	45	91	18
2014 T1	1 391	530	142	83	580	57	502	289	35	50	100	27
T2	1 332	516	113	79	573	51	438	246	21	54	92	25
2014 Mai	1 365	523	134	83	578	48	463	260	22	59	99	22
Juin	1 332	516	113	79	573	51	391	218	18	40	86	29
Juillet	1 369	516	145	87	578	44	403	181	52	45	105	21
Août	1 351	527	118	86	574	47	324	162	25	30	91	16
	Long terme ²⁾											
2012	15 128	4 798	3 124	896	5 685	626	255	99	45	16	84	12
2013	15 093	4 413	3 077	973	6 004	627	218	69	38	17	85	8
2013 T3	15 103	4 464	3 113	952	5 946	628	175	56	26	18	67	8
T4	15 093	4 413	3 077	973	6 004	627	206	72	35	20	72	7
2014 T1	15 096	4 290	3 050	991	6 136	629	252	82	35	19	102	14
T2	15 246	4 221	3 102	1 016	6 272	635	274	80	62	20	103	9
2014 Mai	15 229	4 263	3 103	1 009	6 222	631	323	101	91	25	98	8
Juin	15 246	4 221	3 102	1 016	6 272	635	245	67	49	22	97	10
Juillet	15 191	4 188	3 108	1 025	6 229	640	206	52	37	20	85	13
Août	15 091	4 158	3 039	1 033	6 217	644	76	29	11	2	28	6
	<i>dont : long terme à taux fixe</i>											
2012	10 451	2 812	1 216	805	5 173	446	165	54	18	15	71	7
2013	10 696	2 648	1 321	870	5 401	455	144	36	19	14	69	6
2013 T3	10 670	2 671	1 321	851	5 372	456	121	32	12	14	59	5
T4	10 696	2 648	1 321	870	5 401	455	137	37	18	18	60	5
2014 T1	10 769	2 565	1 320	884	5 536	463	183	46	20	16	90	11
T2	10 952	2 540	1 395	906	5 641	469	184	38	38	18	82	7
2014 Mai	10 926	2 559	1 399	900	5 603	465	223	39	70	23	83	7
Juin	10 952	2 540	1 395	906	5 641	469	170	39	19	19	86	7
Juillet	10 917	2 526	1 410	912	5 597	473	142	29	17	15	72	8
Août	10 860	2 500	1 382	919	5 582	477	48	11	7	2	23	4
	<i>dont : long terme à taux variable</i>											
2012	4 249	1 732	1 811	88	440	177	78	38	25	1	8	5
2013	3 984	1 561	1 650	98	502	172	61	28	17	2	11	2
2013 T3	4 016	1 580	1 689	97	478	172	43	20	13	3	4	2
T4	3 984	1 561	1 650	98	502	172	61	31	16	2	10	2
2014 T1	3 913	1 529	1 615	102	502	165	58	31	13	3	8	3
T2	3 880	1 490	1 582	103	539	166	76	37	19	2	17	2
2014 Mai	3 895	1 510	1 583	104	532	166	90	58	17	2	11	2
Juin	3 880	1 490	1 582	103	539	166	60	22	24	2	8	4
Juillet	3 864	1 472	1 576	107	543	167	52	16	17	4	11	5
Août	3 819	1 467	1 535	106	543	167	19	12	2	0	2	2

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

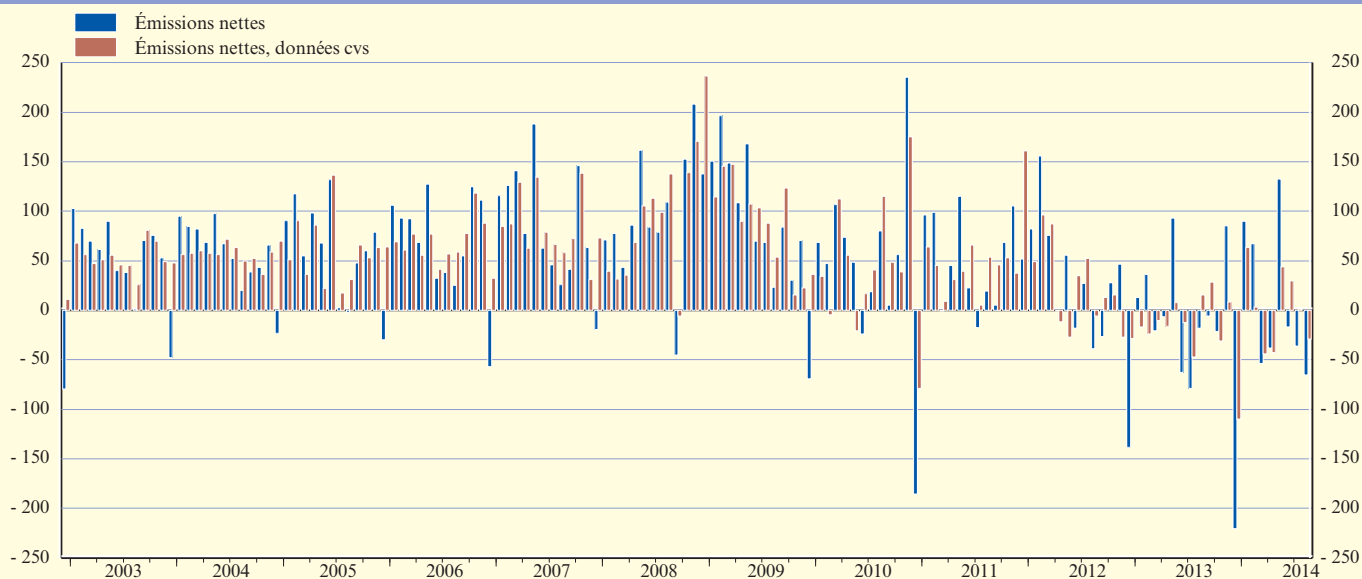
(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; opérations sur la période en valeur nominale)

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											
2012	20,7	-8,1	2,1	10,4	13,2	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-17,4	-39,7	-7,5	6,5	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 T3	-34,4	-36,7	-5,1	10,9	-1,4	-2,1	-1,0	-33,5	5,4	10,4	17,4	-0,7
T4	-52,3	-35,4	-22,3	3,0	0,9	1,4	-44,3	-29,9	-36,9	5,5	16,2	0,8
2014 T1	34,5	-20,9	-2,8	9,0	46,9	2,3	7,6	-29,8	1,9	7,1	27,6	0,8
T2	25,9	-28,8	6,8	6,2	41,8	-0,1	10,2	-28,2	6,2	6,2	25,6	0,5
2014 Mai	132,4	-11,9	60,8	15,4	69,2	-1,2	44,0	-23,5	44,8	12,6	11,2	-1,0
Juin	-16,7	-46,8	-20,8	2,6	41,7	6,6	29,5	-29,6	12,2	9,1	31,4	6,5
Juillet	-36,2	-41,1	32,4	14,4	-39,1	-2,8	1,4	-46,0	33,0	12,7	2,3	-0,7
Août	-65,6	-23,5	-31,4	-0,7	-16,1	6,2	-29,4	-23,3	-14,9	3,8	-2,4	7,4
	Long terme											
2012	30,5	0,5	0,0	10,2	15,7	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	0,7	-29,4	-4,2	7,1	26,9	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 T3	-28,4	-30,7	-4,1	10,4	-4,1	0,1	11,2	-26,1	4,0	10,2	21,0	2,1
T4	2,0	-14,5	-11,6	8,5	19,8	-0,2	-1,5	-9,7	-23,4	8,7	22,4	0,5
2014 T1	0,2	-38,7	-11,9	6,1	44,1	0,7	-12,2	-42,0	-5,9	6,3	30,1	-0,7
T2	46,2	-23,6	16,4	7,4	44,2	1,8	21,4	-29,2	13,9	7,2	29,1	0,4
2014 Mai	132,6	-9,6	67,9	14,3	59,0	1,1	53,5	-21,1	49,3	14,7	9,8	0,7
Juin	16,6	-39,9	-0,6	6,7	46,9	3,5	31,0	-40,2	26,4	7,0	36,7	1,0
Juillet	-73,1	-42,1	1,3	6,7	-44,0	5,0	-14,0	-40,9	1,4	8,1	8,2	9,2
Août	-61,0	-32,5	-19,6	0,1	-12,2	3,3	-22,0	-27,3	-3,8	4,1	1,0	3,9

G18 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)



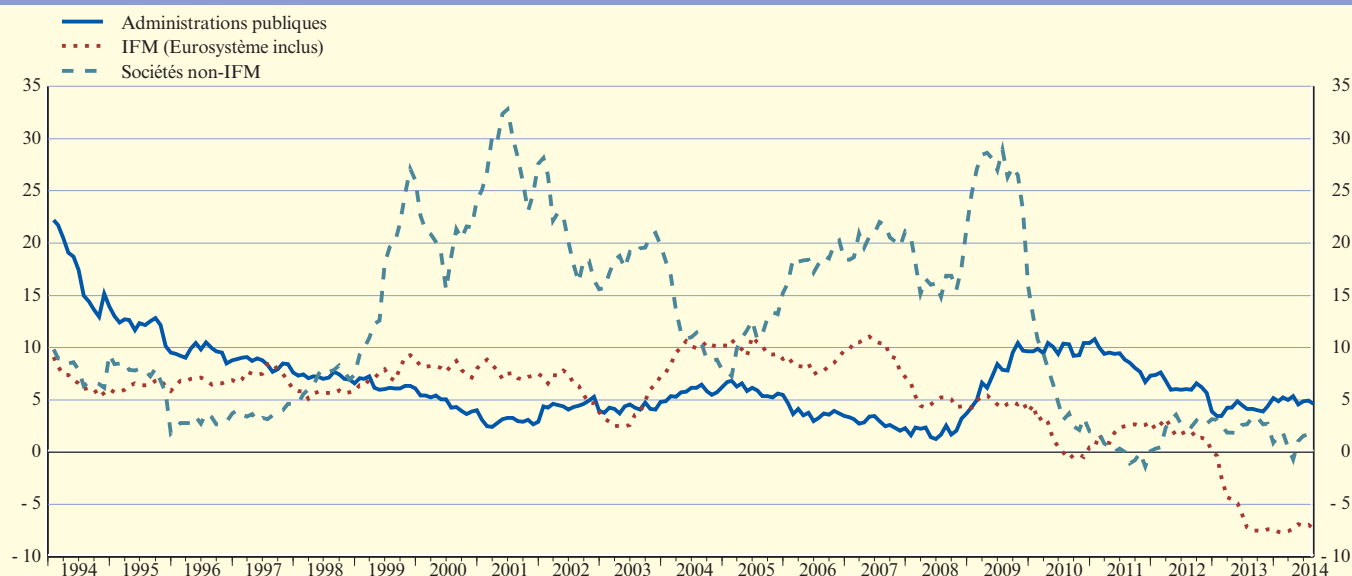
Source : BCE.

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	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2013 Août	-0,8	-9,2	1,3	10,5	4,2	-3,6	-0,8	-9,6	0,3	7,4	5,1	-0,9
Septembre	-0,7	-8,9	1,7	9,9	4,1	-3,8	-0,3	-8,3	1,7	8,1	4,4	-2,8
Octobre	-1,0	-9,0	0,7	9,9	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	-0,4	7,5	4,5	-4,6
Novembre	-0,8	-8,8	0,7	9,9	4,0	-2,6	-0,5	-6,2	-1,3	10,5	3,1	-2,0
Décembre	-1,3	-8,9	-2,8	8,0	4,6	-1,1	-1,6	-7,3	-5,7	9,7	3,1	0,1
2014 Janvier	-0,8	-8,1	-1,8	9,5	4,4	-2,0	-0,3	-4,9	-4,4	12,7	3,2	1,8
Février	-0,6	-7,8	-2,0	8,6	4,5	0,7	-0,5	-5,9	-4,3	9,8	3,9	2,3
Mars	-0,8	-7,7	-2,4	7,8	4,2	-0,8	-1,3	-7,0	-6,3	7,4	4,0	1,4
Avril	-1,0	-7,6	-3,7	6,3	4,7	-1,9	-1,5	-7,7	-7,0	5,2	4,9	0,9
Mai	-0,7	-7,1	-2,4	7,9	3,8	-1,2	-1,0	-8,0	-3,6	5,7	4,5	-0,5
Juin	-0,5	-7,2	-2,2	8,6	4,0	0,7	0,6	-7,0	1,5	7,7	4,9	1,1
Juillet	-0,2	-7,1	-1,1	9,2	3,9	1,5	-0,1	-9,2	2,3	6,0	4,6	1,1
Août	-0,5	-7,1	-1,7	8,3	3,6	1,6	-0,5	-8,3	1,0	6,9	3,3	0,8
	Long terme											
2013 Août	0,2	-7,5	1,0	12,1	4,5	0,6	0,1	-9,6	2,0	8,2	6,0	0,8
Septembre	0,1	-7,5	1,2	10,9	4,4	0,3	0,4	-8,2	1,4	9,1	5,4	2,0
Octobre	-0,1	-7,5	0,4	10,7	4,2	0,7	0,5	-6,8	-0,2	8,9	5,5	1,4
Novembre	0,2	-7,4	0,5	10,6	4,8	0,3	0,7	-5,1	-1,0	12,9	4,3	1,6
Décembre	0,1	-7,4	-1,6	9,6	5,7	0,5	0,4	-4,7	-3,7	12,7	4,5	2,6
2014 Janvier	0,0	-7,6	-0,9	10,1	5,5	-1,1	0,9	-3,8	-2,6	13,9	4,5	1,2
Février	0,3	-7,7	-0,5	9,9	5,6	1,8	0,5	-5,8	-2,9	11,7	5,2	2,7
Mars	-0,1	-7,5	-2,1	9,5	5,4	0,9	-0,5	-6,8	-5,5	9,7	5,3	-0,2
Avril	-0,1	-7,3	-3,3	8,3	5,9	0,4	-0,7	-7,8	-6,4	7,6	6,4	-0,5
Mai	0,2	-6,9	-1,7	10,5	4,9	0,6	-0,4	-8,6	-2,5	8,3	5,6	-0,3
Juin	0,4	-7,1	-1,1	10,5	5,2	1,1	0,4	-9,4	1,6	8,5	6,0	-0,3
Juillet	0,5	-6,9	-1,0	10,6	5,2	2,6	0,2	-9,9	0,7	7,6	5,9	4,1
Août	0,2	-7,3	-1,2	9,6	4,8	2,5	-0,1	-8,8	0,5	7,7	4,4	2,4

G19 Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues
(variations annuelles en pourcentage)



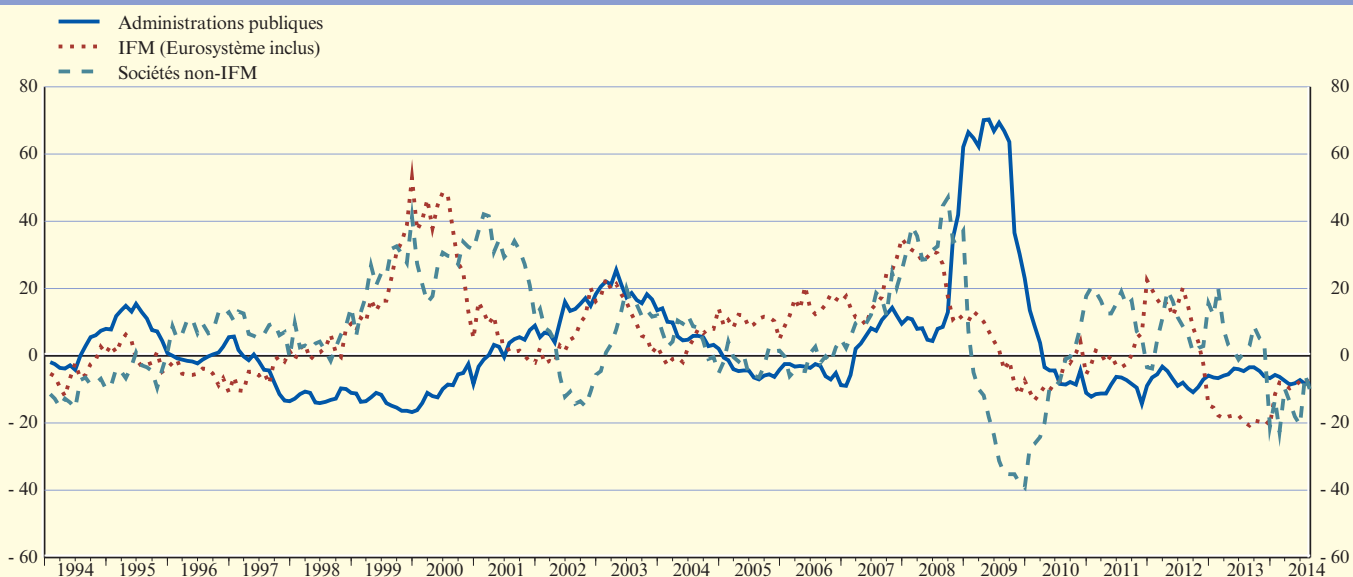
Source : BCE.

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	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
	(Eurosystème inclus)	(Eurosystème inclus)	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	(Eurosystème inclus)	(Eurosystème inclus)	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
Toutes devises confondues												
2012	5,3	4,1	1,9	10,4	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,0
2013	3,3	-3,2	6,8	13,4	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,6	5,0	-1,3	-0,9
2013 T3	3,0	-4,8	7,9	12,7	4,8	3,4	-8,0	-9,6	-9,1	6,9	-1,9	-5,4
T4	2,3	-5,0	5,3	10,4	4,3	2,6	-6,7	-9,8	-8,1	11,9	6,5	-4,1
2014 T1	1,8	-5,9	1,4	9,6	4,8	1,8	-5,1	-8,5	-7,5	13,8	12,7	-2,5
T2	1,9	-6,2	2,0	9,2	4,8	2,5	-5,3	-6,9	-9,5	14,1	11,2	-3,9
2014 Mars	1,7	-6,5	0,6	8,9	5,0	3,0	-5,1	-7,2	-8,2	14,5	10,1	-4,3
Avril	1,6	-6,5	0,9	8,0	5,0	2,6	-5,4	-6,7	-10,2	14,0	13,8	-5,0
Mai	2,2	-5,8	3,5	10,2	4,6	2,1	-5,5	-6,8	-9,8	14,8	9,5	-3,0
Juin	2,2	-6,1	2,8	10,2	4,9	2,8	-5,0	-6,9	-8,7	12,4	10,8	-3,2
Juillet	2,3	-5,6	3,1	10,1	4,6	4,4	-4,8	-7,7	-8,7	14,0	14,2	-1,8
Août	1,8	-6,5	2,8	9,3	4,2	4,7	-5,0	-7,8	-8,9	11,7	14,3	-2,9
En euros												
2012	5,5	4,6	0,7	10,6	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,4	6,3	22,6
2013	3,1	-4,0	4,2	14,5	4,7	4,0	-7,6	-7,2	-10,8	6,3	-1,8	-1,2
2013 T3	2,7	-5,9	5,1	13,6	4,9	3,8	-8,5	-9,7	-10,1	8,4	-2,3	-5,8
T4	2,0	-6,0	2,9	11,2	4,3	2,8	-7,1	-10,3	-9,0	13,0	6,3	-4,5
2014 T1	1,6	-7,1	-1,2	9,4	4,9	1,7	-5,8	-9,3	-8,7	13,1	12,9	-2,8
T2	1,8	-7,6	1,2	8,4	4,9	2,2	-6,0	-7,8	-10,9	13,2	11,5	-3,1
2014 Mars	1,5	-7,8	-1,5	8,3	5,1	2,6	-5,8	-8,1	-9,3	14,1	10,3	-4,1
Avril	1,5	-7,9	-0,6	7,5	5,1	2,3	-6,0	-7,5	-11,6	13,0	14,2	-4,3
Mai	2,1	-7,3	3,9	9,2	4,7	1,8	-6,2	-7,8	-11,2	14,0	9,8	-2,2
Juin	1,9	-7,7	2,1	8,9	4,9	2,4	-5,9	-8,0	-10,7	11,4	11,2	-1,7
Juillet	1,9	-7,6	2,5	8,6	4,6	4,2	-5,4	-8,6	-10,3	12,6	14,9	0,5
Août	1,3	-8,8	1,8	8,5	4,2	4,6	-5,4	-8,6	-10,1	10,6	15,0	-0,7

G20 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.

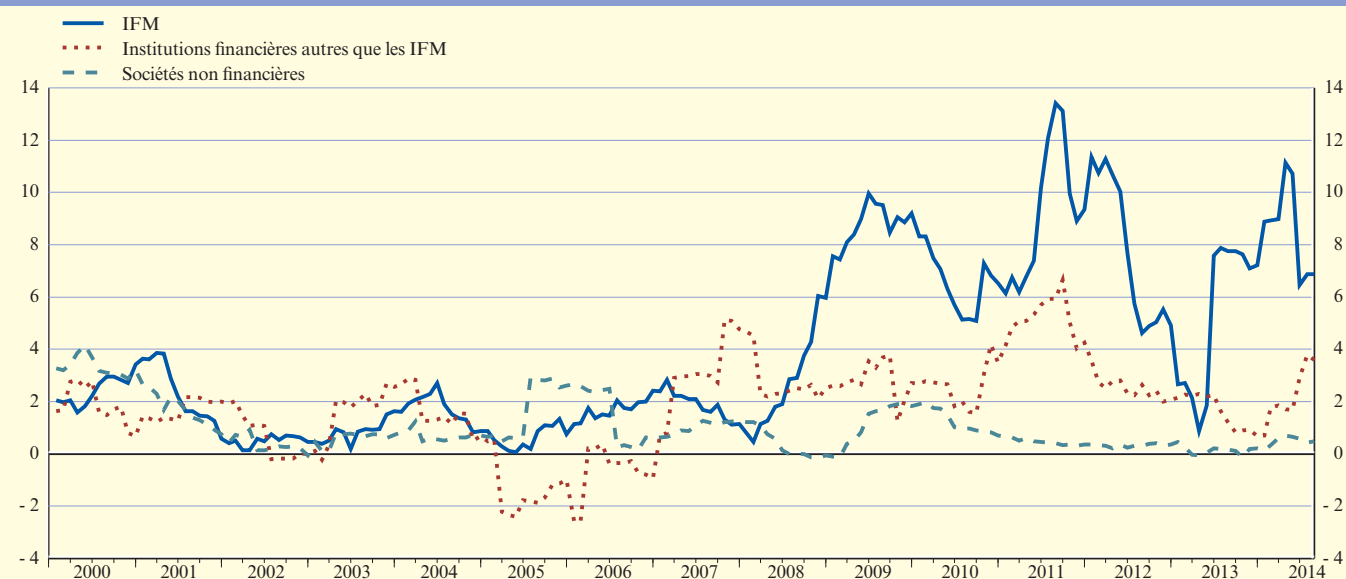
4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro ¹⁾
(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; valeurs de marché)

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
2012 Août	4 273,9	106,7	0,9	352,2	4,6	383,9	2,6	3 537,8	0,3
Septembre	4 320,1	106,8	0,9	365,9	4,9	392,9	2,2	3 561,3	0,4
Octobre	4 402,0	106,9	1,0	384,9	5,0	405,8	2,4	3 611,4	0,4
Novembre	4 480,1	106,8	0,9	397,5	5,5	403,7	2,0	3 678,8	0,3
Décembre	4 594,2	107,0	0,9	404,6	4,9	426,2	2,1	3 763,4	0,4
2013 Janvier	4 758,7	107,1	0,8	445,2	2,6	447,3	2,1	3 866,2	0,5
Février	4 749,5	106,9	0,6	418,5	2,7	445,7	2,3	3 885,3	0,3
Mars	4 752,5	106,7	0,3	382,4	2,2	452,4	2,2	3 917,7	0,0
Avril	4 849,9	106,6	0,2	412,5	0,9	475,6	2,3	3 961,8	-0,1
Mai	4 978,3	106,9	0,4	443,4	1,9	495,8	2,2	4 039,1	0,0
Juin	4 775,5	107,7	1,0	415,7	7,6	480,1	2,2	3 879,6	0,2
Juillet	4 988,7	107,7	1,0	449,7	7,9	475,8	1,6	4 063,2	0,2
Août	4 969,0	107,7	0,9	463,8	7,8	474,8	1,2	4 030,4	0,2
Septembre	5 209,3	107,7	0,9	495,4	7,8	491,2	0,8	4 222,7	0,1
Octobre	5 478,0	107,6	0,7	557,2	7,6	523,5	0,9	4 397,3	-0,1
Novembre	5 571,3	107,8	0,9	562,7	7,1	534,7	0,9	4 473,8	0,2
Décembre	5 642,7	107,9	0,9	569,0	7,2	551,1	0,7	4 522,6	0,2
2014 Janvier	5 556,9	108,1	1,0	597,7	8,9	535,8	0,7	4 423,4	0,1
Février	5 832,9	108,2	1,3	637,8	8,9	557,1	1,8	4 638,0	0,3
Mars	5 883,6	108,3	1,5	642,6	9,0	558,0	1,8	4 683,0	0,6
Avril	5 914,3	108,5	1,7	639,1	11,1	559,9	1,7	4 715,3	0,7
Mai	6 009,2	108,7	1,7	642,6	10,7	555,0	1,7	4 811,5	0,6
Juin	6 025,8	109,2	1,4	629,3	6,5	547,6	2,9	4 848,9	0,6
Juillet	5 881,2	109,2	1,4	626,8	6,9	541,3	3,8	4 713,1	0,4
Août	5 931,8	109,2	1,4	638,0	6,9	545,9	3,6	4 747,9	0,5

G21 Taux de croissance annuels des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro
(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

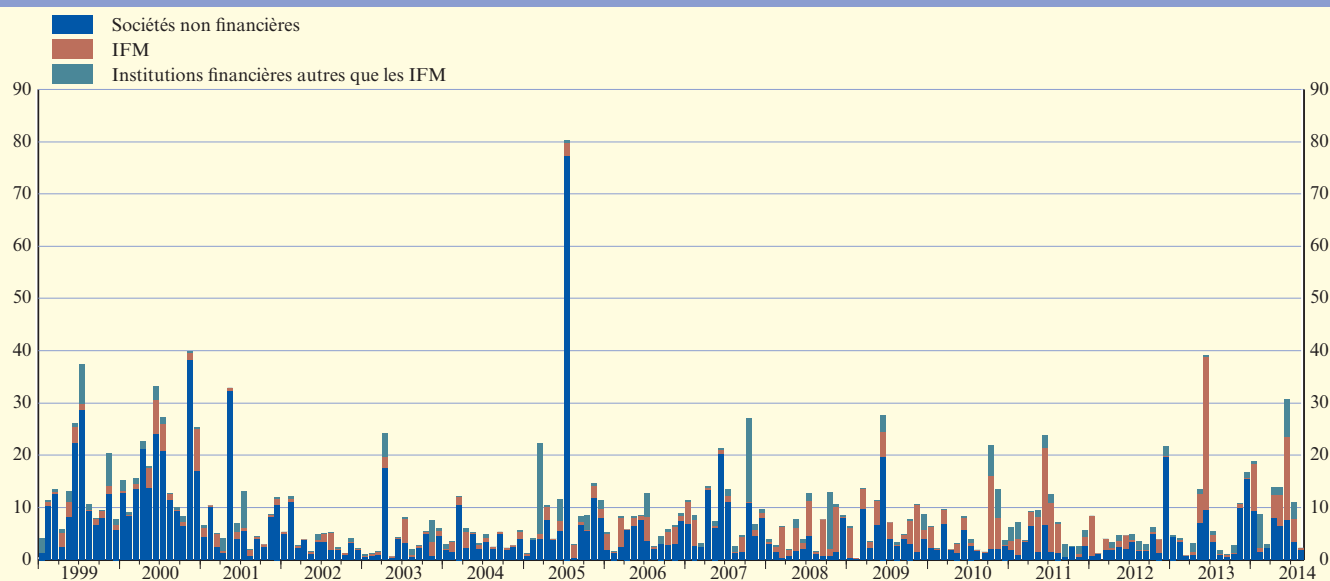
1) Pour plus de détails sur le calcul de l'indice et des taux de croissance, cf. les notes techniques.

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
2012 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	0,9	0,1	0,8	4,9	1,7	3,2
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	16,2	5,4	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	15,7	4,1
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	0,1	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Avril	3,2	5,9	-2,8	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,1	0,7	0,4
Mai	13,4	1,8	11,5	5,5	0,0	5,5	0,8	0,0	0,8	7,0	1,8	5,2
Juin	39,1	1,9	37,1	29,2	0,0	29,1	0,3	0,3	0,1	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	1,7	2,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1	1,0	1,8	-0,8
Septembre	0,9	1,7	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,6	-0,6	0,7	1,1	-0,4
Octobre	2,6	7,5	-4,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	1,2	7,4	-6,2
Novembre	10,9	2,1	8,8	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	9,9	2,0	7,9
Décembre	16,6	9,4	7,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	9,4	6,2
2014 Janvier	18,9	7,8	11,1	9,1	0,3	8,9	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9
Février	8,7	2,3	6,4	0,7	0,0	0,7	6,4	0,3	6,1	1,6	2,0	-0,4
Mars	2,9	2,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	2,3	1,8	0,5
Avril	13,9	3,1	10,9	4,5	0,0	4,5	1,4	0,2	1,3	8,0	2,9	5,1
Mai	13,8	2,8	11,0	6,0	0,0	6,0	1,3	0,4	0,8	6,5	2,3	4,1
Juin	30,7	1,9	28,8	16,0	0,0	16,0	7,1	0,3	6,8	7,6	1,6	6,0
Juillet	11,1	7,7	3,4	4,5	0,0	4,5	3,1	0,1	3,0	3,4	7,6	-4,1
Août	2,2	1,7	0,5	0,0	0,0	0,0	0,1	0,9	-0,8	2,1	0,7	1,4

G22 Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs (montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois ; valeurs de marché)



Source : BCE.

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 1	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières				Pensions 11
		Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis ²⁾		Dépôts à vue 7	Dépôts à terme			
		≤ à 1 an 2	> à 1 an et ≤ à 2 ans 3	> à 2 ans 4	≤ à 3 mois 5	> à 3 mois 6		≤ à 1 an 8	> à 1 an et ≤ à 2 ans 9	> à 2 ans 10	
2013 Octobre	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,15	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29
Novembre	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,11	0,34	0,75	1,57	1,73	0,47
Décembre	0,29	1,58	1,66	1,91	1,11	1,07	0,34	0,79	1,52	1,63	0,71
2014 Janvier	0,28	1,66	1,64	1,95	1,09	1,05	0,33	0,71	1,42	1,81	0,58
Février	0,28	1,60	1,63	1,93	1,11	1,03	0,33	0,63	1,42	1,75	0,83
Mars	0,28	1,57	1,50	1,86	1,07	1,01	0,35	0,65	1,37	1,58	0,87
Avril	0,27	1,57	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,70	1,24	1,60	0,28
Mai	0,27	1,42	1,31	1,72	1,05	0,96	0,34	0,61	1,26	1,38	0,29
Juin	0,27	1,35	1,24	1,74	1,04	0,92	0,31	0,57	1,13	1,52	0,20
Juillet	0,24	1,32	1,21	1,75	1,01	0,90	0,28	0,57	1,14	1,49	0,52
Août	0,24	1,23	1,12	1,66	0,93	0,90	0,28	0,47	1,13	1,63	0,23
Septembre	0,23	1,20	1,07	1,70	0,92	0,88	0,26	0,49	1,00	1,53	0,66

2. Taux d'intérêt appliqués aux prêts aux ménages (contrats nouveaux)

	Crédits renouvelables et découverts 1	Prorogations de créances sur cartes de crédit ³⁾ 2	Prêts à la consommation				Prêts au logement				Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes			
			Par périodes de fixation initiale du taux		TAEG ⁴⁾ 6	Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG ⁴⁾ 11	Par périodes de fixation initiale du taux				
			Taux variable et taux ≤ à 1 an 3	> à 1 an et ≤ à 5 ans 4		> à 5 ans 5	Taux variable et taux ≤ à 1 an 7	> à 1 an et ≤ à 5 ans 8		> à 5 ans et > à 10 ans 9	> à 10 ans 10	Taux variable et taux ≤ à 1 an 12	> à 1 an et ≤ à 5 ans 13	> à 5 ans 14
			2013 Octobre	7,68	17,02	5,71	6,04	7,63	7,15	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
Novembre	7,65	16,96	5,81	6,05	7,75	7,21	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19
Décembre	7,64	16,94	5,63	6,20	7,44	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05
2014 Janvier	7,70	17,08	5,73	6,08	7,73	7,34	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,18	3,80	3,01
Février	7,66	17,08	5,87	6,02	7,68	7,38	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,23	3,97	3,07
Mars	7,66	17,08	5,83	5,94	7,54	7,28	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,23	4,03	3,12
Avril	7,61	17,24	5,61	5,83	7,50	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07
Mai	7,56	17,25	5,64	5,96	7,58	7,27	2,71	2,87	2,96	3,14	3,23	3,29	3,96	2,98
Juin	7,59	17,21	5,47	5,89	7,45	7,11	2,66	2,85	2,89	3,09	3,20	3,15	3,85	2,94
Juillet	7,43	17,06	5,57	5,80	7,38	6,97	2,63	2,75	2,81	2,99	3,10	3,00	3,78	2,88
Août	7,43	17,02	5,58	5,73	7,34	7,02	2,56	2,74	2,73	2,87	3,04	3,05	3,88	2,72
Septembre	7,49	17,08	5,39	5,79	7,29	6,98	2,51	2,69	2,63	2,83	2,97	2,84	3,81	2,65

3. Taux d'intérêt appliqués aux prêts aux sociétés non financières (contrats nouveaux)

	Crédits renouvelables et découverts 1	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 2	> à 3 mois et ≤ à 1 an 3	> à 1 an et ≤ à 3 ans 4	> à 3 ans et ≤ à 5 ans 5	> à 5 ans et ≤ à 10 ans 6	> à 10 ans 7	Taux variable et période ≤ à 3 mois 8	> à 3 mois et ≤ à 1 an 9	> à 1 an et ≤ à 3 ans 10	> à 3 ans et ≤ à 5 ans 11	> à 5 ans et ≤ à 10 ans 12	> à 10 ans 13
			2013 Octobre	4,02	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	3,95	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	3,97	4,53	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014 Janvier	4,03	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,74	2,76	2,94	3,03	3,12
Février	3,99	4,54	4,59	4,26	4,07	3,48	3,46	2,08	2,78	2,91	2,77	2,88	3,13
Mars	3,95	4,60	4,49	4,22	4,10	3,51	3,47	2,17	2,74	2,83	2,99	2,77	3,23
Avril	3,98	4,59	4,48	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,55	2,88	2,57	2,82	3,20
Mai	3,92	4,50	4,51	4,22	4,06	3,41	3,41	2,06	2,40	2,67	2,80	2,62	3,04
Juin	3,88	4,29	4,37	4,12	4,04	3,37	3,21	1,94	2,75	2,55	2,69	2,51	2,91
Juillet	3,76	4,32	4,31	3,86	3,89	3,24	3,21	1,91	2,43	2,74	2,37	2,70	2,91
Août	3,71	4,18	4,28	3,83	3,82	3,15	3,09	1,74	2,43	2,73	2,50	2,39	2,66
Septembre	3,69	3,98	4,04	3,79	3,80	3,06	3,14	1,81	2,37	2,47	2,22	2,32	2,50

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 *

(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)

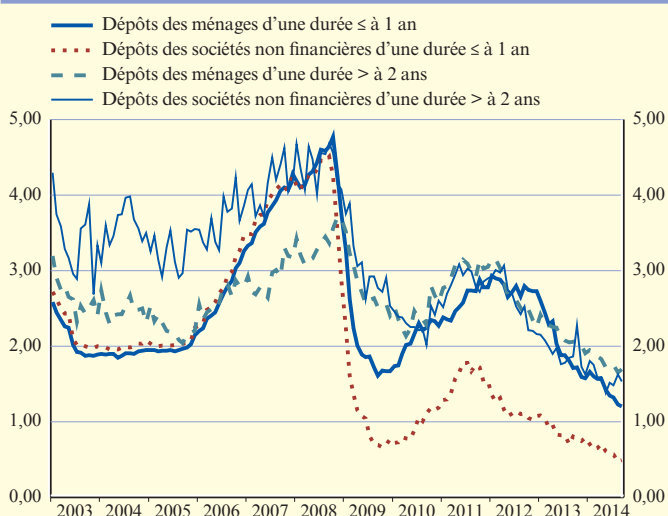
	Dépôts à vue	Dépôts des ménages				Dépôts des sociétés non financières			Pensions
		Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis ²⁾		Dépôts à vue	Dépôts à terme		
		≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 2 ans	> à 2 ans	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2013 Octobre	0,29	2,09	2,60	1,13	1,15	0,34	1,34	2,83	1,35
Novembre	0,29	2,02	2,60	1,12	1,11	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	1,05
2014 Janvier	0,28	1,87	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01
Février	0,28	1,84	2,59	1,11	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08
Mars	0,28	1,79	2,53	1,07	1,01	0,35	1,20	2,76	1,11
Avril	0,27	1,75	2,52	1,06	0,99	0,34	1,18	2,73	1,02
Mai	0,27	1,70	2,48	1,05	0,96	0,34	1,18	2,71	0,87
Juin	0,27	1,65	2,48	1,04	0,92	0,31	1,15	2,67	0,78
Juillet	0,24	1,59	2,44	1,01	0,90	0,28	1,11	2,61	0,90
Août	0,24	1,54	2,43	0,93	0,90	0,28	1,08	2,57	0,82
Septembre	0,23	1,50	2,43	0,92	0,88	0,26	1,07	2,60	0,92

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 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
2014 Janvier	3,61	3,17	3,31	7,59	6,08	4,77	3,67	3,29	3,13
Février	3,59	3,21	3,37	7,64	6,20	4,84	3,63	3,33	3,17
Mars	3,57	3,18	3,33	7,62	6,10	4,77	3,62	3,30	3,13
Avril	3,63	3,16	3,31	7,51	6,11	4,79	3,63	3,30	3,14
Mai	3,60	3,15	3,29	7,50	6,10	4,76	3,57	3,28	3,13
Juin	3,29	3,15	3,29	7,49	6,12	4,79	3,51	3,28	3,13
Juillet	3,24	3,10	3,26	7,40	6,05	4,76	3,44	3,22	3,08
Août	3,16	3,08	3,23	7,39	6,03	4,76	3,38	3,18	3,06
Septembre	3,14	3,05	3,24	7,46	6,05	4,76	3,36	3,14	3,05

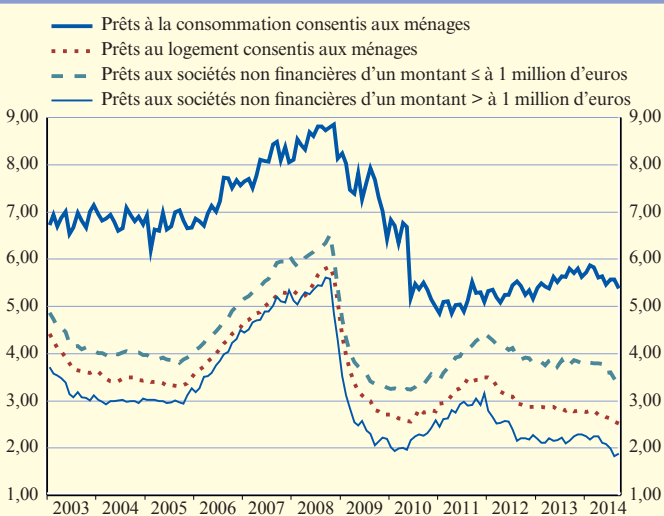
G23 Nouveaux dépôts à terme

(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)



G24 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.

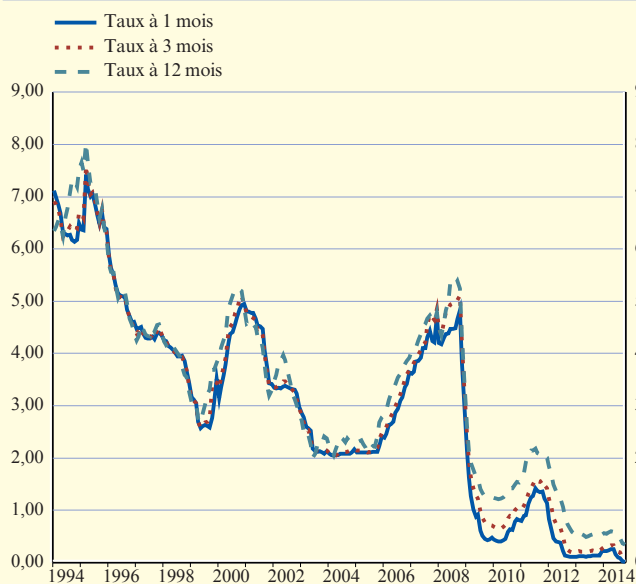
* Pour la source des données du tableau et les notes de bas de page correspondantes, cf. p. S41.

4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

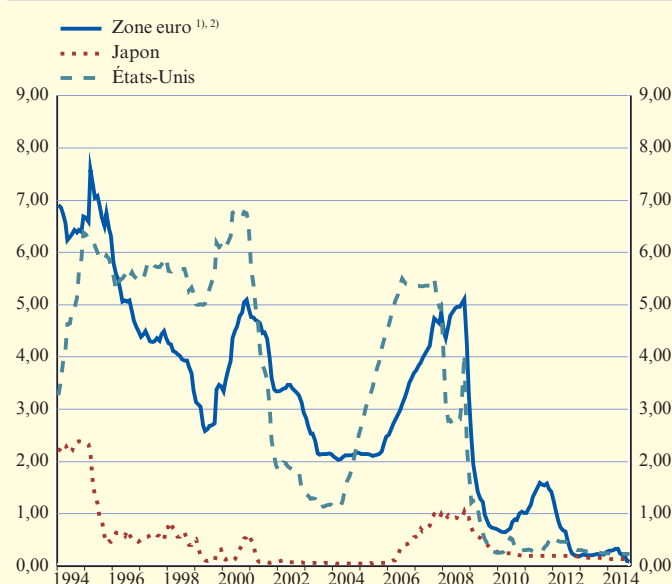
(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

	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	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 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
2014 T1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
T2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
T3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
2013 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
Février	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
Mars	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14
Avril	0,25	0,25	0,33	0,43	0,60	0,23	0,14
Mai	0,25	0,26	0,32	0,42	0,59	0,23	0,14
Juin	0,08	0,15	0,24	0,33	0,51	0,23	0,13
Juillet	0,04	0,10	0,21	0,30	0,49	0,23	0,13
Août	0,02	0,09	0,19	0,29	0,47	0,23	0,13
Septembre	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12
Octobre	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11

G25 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro ^{1), 2)}
(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



G26 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.

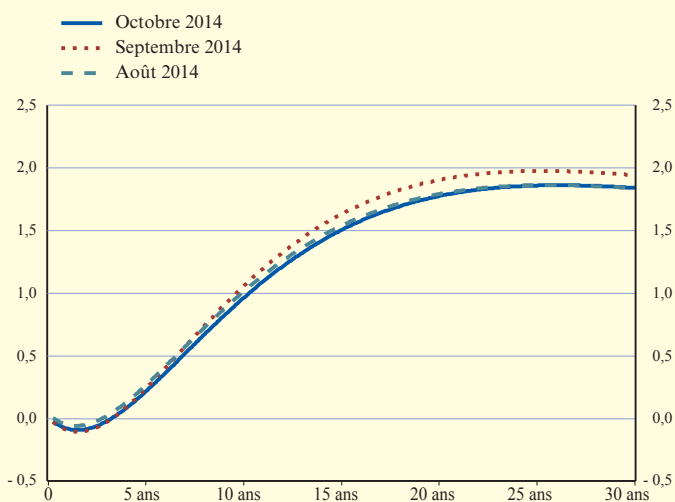
4.7 Courbes des taux de la zone euro ¹⁾

(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
2013 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
2014 T1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
T2	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
T3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	0,57	1,06	1,09	1,16	-0,14	-0,02	1,03	2,53
2013 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
Février	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
Mars	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
Avril	0,13	0,09	0,16	0,71	1,15	1,72	1,60	1,56	0,10	0,38	1,81	3,36
Mai	0,09	0,03	0,06	0,56	0,98	1,56	1,47	1,49	0,01	0,23	1,60	3,23
Juin	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
Juillet	0,04	-0,02	0,01	0,43	0,81	1,34	1,30	1,33	-0,04	0,14	1,35	2,91
Août	0,00	-0,06	-0,05	0,28	0,59	1,03	1,03	1,08	-0,09	0,04	1,01	2,38
Septembre	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	0,57	1,06	1,09	1,16	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Octobre	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,52	0,96	0,99	1,05	-0,12	-0,01	0,93	2,33

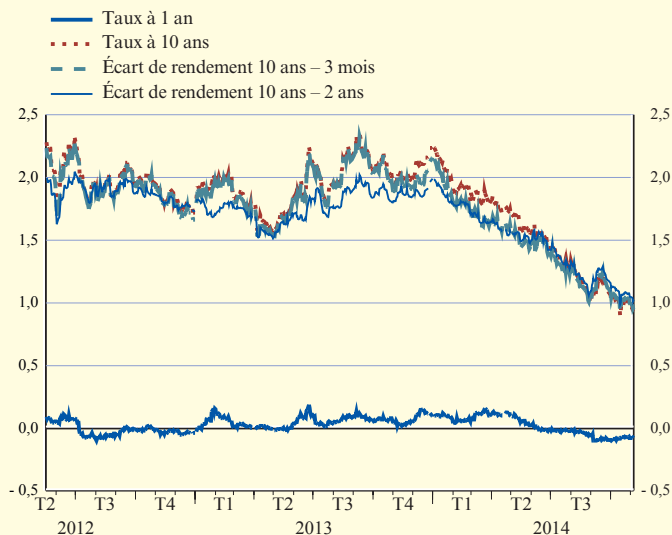
G27 Courbes des taux au comptant de la zone euro ²⁾

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)



G28 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.

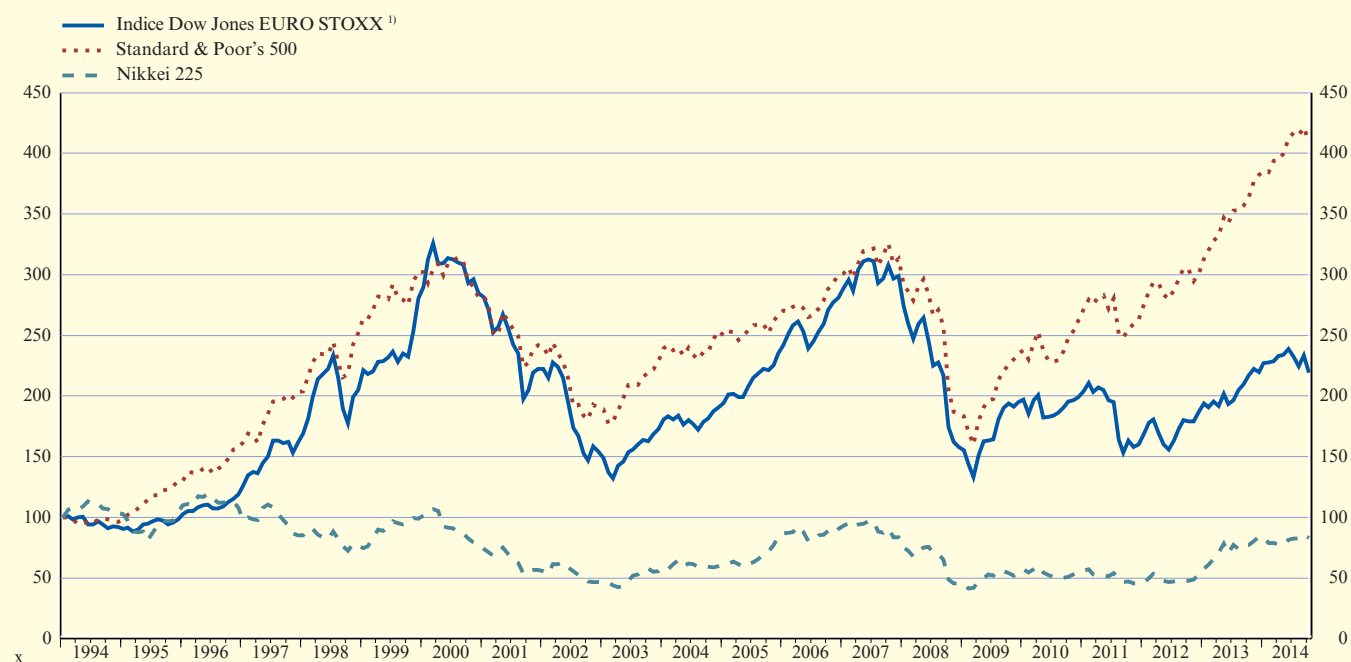
4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx ¹⁾												États-Unis Standard & Poor's 500	Japon Nikkei 225
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consom- mateurs	Biens de consom- mation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Industrie	Techno- logie	Services collectifs	Télécom- munications	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
2013 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
2014 T1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
T2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
T3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
2013 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
Février	315,9	3 085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1 817,0	14 617,6
Mars	317,0	3 094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1 863,5	14 694,8
Avril	323,2	3 171,5	637,8	219,9	518,8	348,9	185,8	470,5	304,1	278,7	298,6	642,4	1 864,3	14 475,3
Mai	324,7	3 197,4	660,9	217,7	521,7	362,3	181,9	470,2	300,4	280,6	315,0	657,2	1 889,8	14 343,1
Juin	331,5	3 271,7	672,1	220,9	531,9	369,2	185,9	475,0	311,6	295,2	321,4	669,1	1 947,1	15 131,8
Juillet	322,3	3 192,3	659,8	215,3	522,6	361,0	178,3	453,8	311,5	292,0	308,7	660,0	1 973,1	15 379,3
Août	311,3	3 089,1	625,9	210,7	497,0	341,5	173,6	435,3	309,8	281,2	296,7	674,1	1 961,5	15 358,7
Septembre	324,0	3 233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1 993,2	15 948,5
Octobre	304,2	3 029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1 937,3	15 394,1

G29 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 alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie											
% du total en 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7
	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
2013 T3	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,4	0,7	0,4	-0,1	1,0	0,5	1,3	1,8
T4	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,2	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4
2014 T1	117,2	0,7	1,0	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,5	2,0
T2	118,2	0,6	0,9	0,0	1,3	0,0	0,2	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
T3	117,7	0,4	0,9	-0,3	1,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6
2014 Mai	118,1	0,5	0,8	0,0	1,1	0,0	0,1	-0,5	0,0	-0,1	0,1	0,2	2,2
Juin	118,2	0,5	0,8	-0,1	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	2,1
Juillet	117,4	0,4	0,8	-0,3	1,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,2	1,8
Août	117,6	0,4	0,9	-0,3	1,3	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,6	0,1	0,2	1,4
Septembre	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,1	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5
Octobre ³⁾	118,1	0,4	0,8	.	1,2	.	.	.	.	-0,7	.	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communica-tions	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	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
2013 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
2014 T1	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
T2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,9	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
T3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
2014 Mai	0,1	1,5	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	1,4	-2,9	1,2	1,3
Juin	-0,2	1,4	-2,8	0,0	-0,1	0,1	1,8	1,4	1,6	-2,9	1,6	1,4
Juillet	-0,3	1,1	-2,6	-0,3	0,0	-1,0	1,7	1,3	1,8	-2,9	1,5	1,4
Août	-0,3	1,0	-2,4	-0,4	0,3	-2,0	1,7	1,3	1,9	-2,9	1,5	1,3
Septembre	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3
Octobre ³⁾	0,5	0,8	-0,1	.	-0,1	-1,8	.	.	.	.	.	.

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://lepp.eurostat.ec.europa.eu/portall/page/portallhicplintroduction>).
- 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

	Prix à la production hors construction											Construc- tion ¹⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾	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	6,2	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	2,9	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,7	-1,8	-0,2	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,6	0,6	-2,1	-1,0	
2013 T3	108,3	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,5	-1,5	-1,0	
T4	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,7	-1,6	-0,9	
2014 T1	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,9	0,5	-4,1	0,2	-0,7	.	
T2	107,1	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,9	0,5	-3,1	0,3	0,0	.	
T3	106,9	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	-0,1	1,0	-0,2	-4,3	.	.	.	
2014 Avril	107,1	-1,3	-0,6	-0,3	-1,5	0,2	0,7	0,8	0,7	-3,6	-	-	-	
Mai	107,0	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,9	0,5	-3,1	-	-	-	
Juin	107,1	-0,9	-0,1	-0,1	-0,9	0,3	0,4	1,0	0,3	-2,5	-	-	-	
Juillet	106,9	-1,3	-0,4	-0,1	-0,6	0,4	0,2	1,0	0,1	-4,1	-	-	-	
Août	106,7	-1,4	-0,7	-0,2	-0,6	0,4	0,0	1,0	-0,2	-4,7	-	-	-	
Septembre	106,9	-1,4	-0,8	-0,2	-0,5	0,5	-0,4	1,0	-0,5	-4,3	-	-	-	

3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole ⁴⁾ (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Déflateurs du PIB				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	44,0	19,3	57,9	40,4	22,6	54,5	100,0	0,7	1,4	1,6	0,7	1,3	3,1	5,1
2011	79,7	15,9	21,3	13,6	15,0	20,0	11,8	101,1	1,1	1,9	2,3	0,8	1,7	3,6	5,9
2012	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,3	1,9	2,5
2013	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,3	-0,3	-1,3
2013 T3	82,5	-10,6	-22,2	-4,3	-11,4	-18,2	-5,7	103,8	1,3	0,9	1,2	1,2	0,3	-0,7	-1,7
T4	80,3	-10,1	-18,4	-5,9	-10,9	-15,4	-7,2	104,0	1,0	0,6	0,7	1,4	0,2	-0,9	-1,9
2014 T1	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,1	-6,8	-14,1	104,3	0,9	0,6	0,7	0,8	0,3	-1,0	-2,0
T2	79,9	-6,2	-1,3	-8,6	-3,7	1,1	-7,4	104,5	0,8	0,5	0,7	0,8	0,4	-0,8	-1,5
T3	78,0	-4,5	-1,6	-5,8	-1,1	0,2	-2,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Avril	79,4	-6,9	-2,1	-9,2	-4,0	1,3	-8,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Mai	82,3	-4,2	-2,2	-5,1	-1,6	0,6	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Juin	79,9	-4,8	-5,2	-4,6	-1,5	-1,5	-1,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Juillet	77,6	-4,2	1,0	-6,4	-1,0	1,3	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Août	76,4	-4,6	-0,5	-6,4	-0,8	1,0	-2,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Sept.	69,5	-2,7	3,6	-5,4	1,0	4,1	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (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), calculs de la BCE effectués à partir des données d'IPD et de sources nationales (colonne 13 du tableau 2 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) Prix des consommations intermédiaires pour la construction résidentielle.
- 2) Données expérimentales fondées sur des sources nationales non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/introl/html/experiment.en.html> pour plus de détails).
- 3) Les données se rapportent à l'Euro 18.
- 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/introl/html/experiment.en.html> 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 (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 : 2010 = 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 ¹⁾												
2012	102,5	1,9	3,6	2,1	2,7	2,6	0,2	-0,4	2,1	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,5	2,1	0,4	1,5	1,6	2,5	-2,4	1,0	1,6	2,3
2013 T3	104,1	1,4	-2,7	2,7	1,0	1,2	2,5	3,0	-2,5	0,5	1,4	1,6
T4	104,2	1,2	-3,7	0,1	0,0	0,4	1,6	4,1	-1,7	0,9	2,8	2,2
2014 T1	104,3	0,7	-3,3	0,8	0,0	0,2	4,4	0,9	0,7	1,6	0,9	1,0
T2	104,7	0,9	-1,8	1,5	0,8	0,3	4,4	0,7	1,0	2,2	0,7	1,1
Rémunération par tête												
2012	103,9	1,7	1,9	2,4	2,6	1,7	2,1	1,2	2,0	2,3	0,9	2,3
2013	105,7	1,7	1,1	2,8	1,7	1,5	1,0	2,5	-0,2	1,0	1,7	1,7
2013 T3	106,2	1,9	1,4	3,3	2,4	1,7	0,9	2,5	-0,6	1,0	1,6	1,4
T4	106,5	2,0	0,5	2,4	2,2	1,3	0,9	3,3	0,0	1,3	2,8	1,9
2014 T1	106,8	1,7	0,4	2,4	3,6	1,8	2,4	1,4	0,9	1,6	1,1	1,6
T2	107,0	1,3	1,5	1,7	2,3	1,1	2,0	2,3	1,2	1,7	0,9	0,8
Productivité par personne employée ²⁾												
2012	101,4	-0,2	-1,6	0,3	0,0	-0,9	1,9	1,6	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,7	0,3	3,7	0,7	1,2	0,0	-0,6	-0,1	2,3	-0,1	0,2	-0,5
2013 T3	102,0	0,5	4,2	0,6	1,4	0,4	-1,6	-0,5	1,9	0,5	0,1	-0,2
T4	102,1	0,8	4,4	2,3	2,1	0,9	-0,7	-0,8	1,7	0,4	-0,1	-0,2
2014 T1	102,4	1,0	3,8	1,5	3,6	1,7	-1,9	0,5	0,3	0,0	0,2	0,6
T2	102,2	0,4	3,4	0,2	1,5	0,8	-2,3	1,7	0,2	-0,4	0,2	-0,3
Rémunération par heure travaillée												
2012	104,7	2,7	3,6	3,7	4,8	2,8	2,3	1,2	2,2	3,0	1,1	3,4
2013	107,0	2,2	1,6	2,5	2,7	2,1	0,7	2,7	1,0	1,8	2,1	2,2
2013 T3	107,3	2,0	1,5	2,2	2,2	2,1	1,1	2,4	1,4	1,7	2,0	2,2
T4	107,5	2,0	-0,2	1,6	2,2	1,6	0,5	2,5	1,2	1,3	2,9	2,2
2014 T1	108,0	1,2	0,8	0,9	1,9	1,4	2,2	0,9	1,7	1,5	0,9	0,8
T2	108,2	1,4	3,3	1,7	2,1	1,1	2,1	2,3	2,8	1,4	1,0	1,0
Productivité horaire du travail ²⁾												
2012	102,3	0,8	-0,3	1,6	1,8	0,2	2,1	1,7	1,1	-0,4	0,7	0,9
2013	103,0	0,7	2,8	0,5	2,0	0,5	-0,8	0,2	3,2	0,6	0,5	0,0
2013 T3	103,1	0,6	3,1	-0,4	1,3	0,9	-1,3	-0,7	3,2	1,0	0,6	0,2
T4	103,3	0,8	2,9	1,6	2,5	1,0	-1,3	-1,5	2,8	0,5	0,1	0,1
2014 T1	103,6	0,4	3,4	0,1	2,4	1,1	-2,0	-0,2	0,9	0,1	0,0	0,0
T2	103,5	0,5	3,4	0,3	1,8	0,6	-2,2	1,7	1,7	-0,4	0,4	0,2

5. Indices de coûts de main-d'œuvre ³⁾

	Total (indice : 2008 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités			Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ⁴⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Industries minières, industrie manufacturière et énergie	Construction	Services	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2012	108,9	2,0	2,0	2,0	2,4	2,5	2,4	2,2
2013	110,4	1,4	1,5	0,9	2,2	0,9	0,8	1,8
2013 T3	107,2	0,9	1,0	0,5	1,4	0,1	0,6	1,7
T4	117,1	1,3	1,6	0,3	2,0	0,4	0,5	1,7
2014 T1	103,6	0,6	1,0	-0,6	0,9	0,8	0,7	1,9
T2	115,6	1,2	1,2	1,0	2,5	0,7	0,9	1,9

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) Rémunération par tête (à prix courants) divisée par la productivité du travail par salarié.

2) PIB total et valeur ajoutée par activité économique (en volume) et par unité de facteur travail (personnes employées et heures travaillées).

3) 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.

4) Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/introl/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

		PIB						Solde extérieur ¹⁾			
		Total	Demande intérieure						Total	Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾
			Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks ²⁾					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Prix courants (montants en milliards d'euros)											
2010		9 512,1	9 382,8	5 363,9	2 032,7	1 964,4	21,8	129,3	3 692,0	3 562,7	
2011		9 768,2	9 629,4	5 498,5	2 046,4	2 026,9	57,7	138,9	4 074,3	3 935,4	
2012		9 824,4	9 563,8	5 527,7	2 059,5	1 982,9	-6,4	260,6	4 252,4	3 991,8	
2013		9 904,4	9 564,2	5 551,4	2 090,1	1 941,7	-18,9	340,2	4 325,7	3 985,5	
2013	T2	2 475,4	2 386,2	1 385,1	521,6	483,8	-4,4	89,2	1 083,1	993,9	
	T3	2 483,2	2 401,5	1 392,5	524,4	487,4	-2,8	81,7	1 086,2	1 004,5	
	T4	2 493,9	2 401,7	1 392,8	523,4	491,3	-5,8	92,2	1 096,4	1 004,1	
2014	T1	2 508,6	2 418,0	1 399,5	528,2	492,2	-2,0	90,7	1 096,2	1 005,5	
	T2	2 513,5	2 419,8	1 404,2	529,2	487,8	-1,3	93,6	1 109,1	1 015,5	
<i>en pourcentage du PIB</i>											
2013		100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	-0,2	3,4	-	-	
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)											
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>											
2013	T2	0,3	0,1	0,1	0,0	0,5	-	-	1,9	1,5	
	T3	0,1	0,5	0,3	0,2	0,5	-	-	0,6	1,4	
	T4	0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,6	-	-	1,1	0,4	
2014	T1	0,3	0,4	0,2	0,7	0,3	-	-	0,3	0,6	
	T2	0,1	0,0	0,3	0,2	-0,9	-	-	1,3	1,3	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>											
2010		2,0	1,5	0,8	0,8	-0,5	-	-	11,0	9,7	
2011		1,6	0,7	0,2	-0,2	1,5	-	-	6,6	4,3	
2012		-0,7	-2,2	-1,3	-0,2	-3,4	-	-	2,4	-1,0	
2013		-0,5	-0,9	-0,7	0,2	-2,4	-	-	2,0	1,2	
2013	T2	-0,6	-1,2	-0,7	0,0	-2,7	-	-	2,2	0,8	
	T3	-0,3	-0,2	-0,4	0,4	-1,6	-	-	1,7	2,1	
	T4	0,4	0,2	0,1	0,3	-0,3	-	-	3,5	3,2	
2014	T1	1,0	1,0	0,5	0,7	2,0	-	-	3,8	3,9	
	T2	0,8	0,9	0,7	0,9	0,5	-	-	3,2	3,7	
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>											
2013	T2	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,2	-	-	
	T3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,3	-	-	
	T4	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,3	-	-	
2014	T1	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-	-	
	T2	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1	-	-	
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>											
2010		2,0	1,4	0,5	0,2	-0,1	0,9	0,6	-	-	
2011		1,6	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-	
2012		-0,7	-2,2	-0,7	0,0	-0,7	-0,7	1,4	-	-	
2013		-0,5	-0,9	-0,4	0,0	-0,5	-0,1	0,4	-	-	
2013	T2	-0,6	-1,2	-0,4	0,0	-0,6	-0,2	0,6	-	-	
	T3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,3	0,3	-0,1	-	-	
	T4	0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	-	-	
2014	T1	1,0	0,9	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	-	-	
	T2	0,8	0,8	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,1	-	-	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

- 1) 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.
- 2) 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

	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)												
2010	8 560,8	140,8	1 649,6	487,9	1 617,9	395,5	442,7	969,5	884,6	1 667,6	304,7	951,3
2011	8 781,5	146,7	1 712,6	484,9	1 663,9	406,9	434,6	1 007,6	918,3	1 695,0	310,9	986,7
2012	8 833,5	150,8	1 719,2	472,2	1 671,8	409,8	439,1	1 013,1	926,8	1 714,0	316,8	990,8
2013	8 899,1	154,5	1 728,6	462,9	1 678,7	401,0	438,4	1 030,1	939,9	1 744,1	320,7	1 005,3
2013 T2	2 222,1	39,4	432,8	115,4	418,7	100,6	110,0	256,5	234,3	434,4	80,1	253,3
T3	2 230,9	38,1	432,6	115,9	421,7	99,9	109,8	258,3	236,4	437,4	80,7	252,4
T4	2 242,1	38,5	437,3	116,9	422,4	100,2	109,7	260,1	237,2	439,0	80,7	251,9
2014 T1	2 254,7	38,8	436,0	117,2	424,1	100,2	112,9	261,8	238,8	443,3	81,5	254,0
T2	2 254,8	38,5	436,8	115,4	423,3	99,7	113,2	263,0	240,2	443,2	81,5	258,6
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2013	100,0	1,7	19,4	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2013 T2	0,2	0,6	0,7	-0,2	0,4	0,1	-0,9	0,2	0,5	-0,1	0,0	1,3
T3	0,2	1,0	0,1	0,3	0,3	-0,6	-0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,3
T4	0,3	1,3	0,5	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,3	0,1
2014 T1	0,3	1,4	-0,3	0,3	0,7	-0,9	1,3	0,2	0,4	0,3	0,7	0,3
T2	0,0	-1,1	0,2	-1,6	0,0	-0,1	-0,3	0,3	0,2	0,0	-0,3	1,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2010	2,1	-3,4	8,1	-3,9	1,1	1,6	1,0	0,7	2,1	1,1	0,1	1,7
2011	1,7	0,8	3,0	-2,8	2,2	5,1	1,2	1,8	2,3	0,7	0,4	0,7
2012	-0,5	-3,1	-0,6	-4,7	-1,4	2,6	1,1	-0,2	-0,6	0,3	0,4	-2,5
2013	-0,4	2,3	-0,7	-3,4	-0,8	-0,4	-1,3	0,9	0,1	0,0	-0,7	-1,0
2013 T2	-0,6	2,1	-0,9	-4,2	-1,0	-0,2	-1,8	0,9	0,4	-0,1	-0,4	-0,7
T3	-0,3	3,5	-1,0	-2,8	-0,4	-1,1	-1,5	1,0	0,5	0,1	-0,6	-0,4
T4	0,4	4,5	1,3	-1,1	0,6	-0,4	-1,6	0,8	0,9	0,0	-1,0	0,0
2014 T1	1,0	4,4	1,0	0,9	1,6	-1,1	-0,1	1,0	1,2	0,8	0,5	1,4
T2	0,7	2,6	0,5	-0,6	1,3	-1,3	0,5	1,1	1,0	0,8	0,1	1,2
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2013 T2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
T4	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 T1	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-
T2	0,0	0,0	0,0	-0,1	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>												
2010	2,1	-0,1	1,5	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,7	0,0	0,6	-0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-
2013	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 T2	-0,6	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
T3	-0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
T4	0,4	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2014 T1	1,0	0,1	0,2	0,0	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
T2	0,7	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5.2 Production et demande

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

3. Production industrielle

	Total	Industrie hors construction										Construction	
		Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Industrie hors construction et énergie										Énergie
			Secteur manufacturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consommation						
% 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	
2011	2,0	103,5	3,5	4,7	4,8	4,2	8,4	0,9	0,6	0,9	-4,3	-3,5	
2012	-3,0	101,0	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,5	-4,9	-2,2	-0,4	-5,0	
2013	-1,1	100,3	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,5	-3,7	0,0	-0,8	-2,8	
2013 T3	-1,1	100,3	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-1,2	-0,9	-3,8	-0,6	-2,1	-1,1	
T4	1,0	100,9	1,6	1,9	2,1	2,4	2,8	0,5	-2,4	1,0	-1,3	-1,2	
2014 T1	2,2	101,1	1,3	3,2	3,3	3,1	4,1	2,4	-0,4	2,8	-9,1	6,6	
T2	1,5	101,1	1,0	1,7	1,8	1,4	1,0	3,5	-0,9	4,1	-5,1	3,8	
2014 Avril	2,5	102,0	1,9	3,3	3,4	3,6	1,2	6,0	0,2	7,0	-7,9	7,6	
Mai	1,0	100,9	0,7	1,3	1,4	0,4	1,4	2,6	-1,2	3,1	-3,3	4,7	
Juin	0,1	100,6	0,3	0,7	0,7	0,4	0,3	2,0	-1,5	2,4	-3,8	-0,8	
Juillet	0,9	101,5	1,6	2,5	2,5	1,4	3,9	2,0	-1,6	2,6	-5,0	-0,5	
Août	-2,0	99,7	-1,9	-1,5	-1,6	-1,1	-3,7	1,0	-2,9	1,4	-3,5	-0,3	
<i>variations mensuelles en pourcentage (données cvs)</i>													
2014 Avril	0,9	-	1,1	1,2	1,3	0,9	0,5	2,9	-0,3	3,4	1,1	0,5	
Mai	-1,2	-	-1,1	-1,6	-1,8	-2,0	-0,9	-1,7	-2,2	-1,7	3,1	-1,4	
Juin	0,0	-	-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,1	-1,6	2,1	-2,2	-1,1	-0,2	
Juillet	0,7	-	0,9	1,2	1,2	1,0	2,5	0,5	-1,0	0,8	-1,4	0,3	
Août	-1,0	-	-1,8	-2,1	-2,0	-0,7	-4,8	0,1	0,2	-0,2	1,2	1,5	

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 ¹⁾		Chiffre d'affaires dans l'industrie		Ventes au détail y compris carburants								Nouvelles immatriculations de voitures particulières	
	Industrie manufacturière		Industrie manufacturière (à prix constants)		Prix courants	Prix constants							Total (cvs ; milliers) ²⁾	Total
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Total	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carburants	Total			
% 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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,7	-1,1	-0,2	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,5	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,4	0,0	107,3	-1,4	-0,4	96,8	-0,8	-1,0	-0,6	-1,4	-2,6	-1,0	713	-4,4
2013 T4	106,2	2,9	107,9	0,3	0,2	96,9	0,3	-0,2	0,9	0,5	-0,8	0,3	743	5,3
2014 T1	107,1	4,4	108,7	1,7	0,6	97,5	1,0	-0,4	2,3	3,5	0,6	0,8	725	5,0
T2	107,3	3,8	108,3	1,3	0,8	97,9	1,4	1,2	1,9	1,9	0,2	-0,5	738	3,9
T3	.	.	.	.	0,3	98,1	1,1	-0,1	2,3	.	.	-0,5	740	4,1
2014 Mai	107,3	4,2	107,7	0,6	0,0	97,8	0,5	-0,1	1,5	3,2	-0,2	-0,6	731	3,3
Juin	106,2	1,5	108,3	1,2	1,3	98,2	2,0	1,6	2,7	2,5	0,1	-0,2	738	3,3
Juillet	108,3	4,0	108,6	1,5	-0,1	97,9	0,7	-1,0	2,3	1,2	0,5	-2,0	745	5,7
Août	105,7	0,3	107,5	-2,0	1,1	98,8	1,9	-0,3	4,0	5,5	1,6	0,0	742	4,1
Septembre	.	.	.	.	-0,1	97,6	0,6	0,9	0,6	.	.	0,5	732	2,5
<i>variations mensuelles en pourcentage (données cvs)</i>														
2014 Mai	-	-0,9	-	-1,1	0,1	-	0,2	0,0	0,5	2,3	0,0	0,2	-	-1,7
Juin	-	-1,1	-	0,6	0,4	-	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,4	0,2	-	0,9
Juillet	-	2,0	-	0,3	-0,4	-	-0,3	-0,9	0,2	-1,1	0,6	-0,5	-	0,9
Août	-	-2,4	-	-1,0	0,8	-	0,9	0,2	1,3	4,8	0,9	1,0	-	-0,3
Septembre	-	.	-	.	-1,3	-	-1,3	-0,1	-2,2	.	.	0,9	-	-1,4

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) 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.

2) 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 dans l'industrie					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						
	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	-20,0	34,4	-11,2
2013 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	79,3	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8
2014 T1	101,6	-3,5	-16,5	2,8	8,8	79,8	-11,2	-4,6	-6,9	23,7	-9,6
T2	102,2	-3,6	-15,3	3,6	8,0	79,7	-7,7	-3,5	-2,9	16,5	-8,0
T3	100,9	-4,9	-15,8	4,7	5,9	80,0	-9,9	-3,7	-7,0	21,5	-7,4
2014 Mai	102,6	-3,1	-14,6	3,5	8,9	-	-7,1	-3,4	-2,5	15,1	-7,4
Juin	102,1	-4,3	-15,9	4,0	6,9	-	-7,5	-2,9	-2,8	16,1	-8,0
Juillet	102,2	-3,8	-15,5	4,1	8,2	79,9	-8,3	-3,0	-4,0	19,1	-7,1
Août	100,6	-5,3	-15,6	4,5	4,3	-	-10,0	-4,0	-7,3	21,4	-7,4
Septembre	99,9	-5,5	-16,3	5,4	5,2	-	-11,4	-4,0	-9,8	23,9	-7,8
Octobre	100,7	-5,1	-15,7	5,6	5,9	80,0	-11,1	-3,8	-9,4	23,3	-7,8

	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction			Indicateur de confiance du commerce de détail				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	Indicateur de confiance dans le secteur des services				Taux d'utilisation des capacités de production ³⁾ (en %)
								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	23
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-3,9	-6,1	7,4	1,8	3,9	1,4	3,0	7,3	.
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,4	-5,3	11,6	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3	.
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,5	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0	86,6
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,8	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2	86,9
2013 T3	-31,0	-39,7	-22,3	-10,3	-16,2	8,6	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8	87,1
T4	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,3	-1,3	-4,2	-3,4	3,6	87,1
2014 T1	-29,0	-39,6	-18,5	-3,1	-5,7	5,6	2,1	3,4	1,0	1,9	7,2	87,2
T2	-30,7	-40,2	-21,2	-2,3	-3,5	6,7	3,3	3,9	2,7	1,9	7,1	87,3
T3	-28,1	-38,9	-17,3	-4,7	-5,7	7,9	-0,6	3,3	1,3	2,3	6,3	87,6
2014 Mai	-30,1	-40,4	-19,7	-2,5	-3,0	8,0	3,6	3,8	3,2	2,2	5,9	-
Juin	-31,7	-40,1	-23,3	-1,9	-1,7	6,0	2,1	4,4	2,6	1,9	8,6	-
Juillet	-28,2	-39,0	-17,3	-2,3	-1,6	6,8	1,5	3,6	1,7	3,1	6,1	87,3
Août	-28,4	-39,8	-17,1	-4,6	-6,3	7,3	-0,2	3,1	1,1	2,3	5,9	-
Septembre	-27,7	-38,0	-17,4	-7,3	-9,1	9,6	-3,2	3,2	1,0	1,5	7,0	-
Octobre	-24,6	-35,2	-14,0	-6,4	-8,9	8,8	-1,4	4,4	1,4	3,2	8,5	87,8

Source : Commission européenne (DG Affaires économiques et financières).

- 1) Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives.
- 2) L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance dans l'industrie et les services, de celui des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans la construction et le commerce de détail ; l'indicateur de confiance dans l'industrie 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.
- 3) 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.
- 4) 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⁾

(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>													
2013	146 205	124 127	22 078	4 950	22 117	8 952	36 249	4 015	3 966	1 461	18 795	35 305	10 394
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2013	100,0	84,9	15,1	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2011	0,1	0,1	-0,1	-2,2	-0,1	-3,7	0,5	1,0	-0,6	0,7	2,5	0,0	0,0
2012	-0,6	-0,6	-0,4	-1,6	-0,8	-4,6	-0,6	0,7	-0,5	-0,1	0,5	-0,2	0,6
2013	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-4,6	-0,7	0,1	-1,2	-1,4	0,2	-0,1	-0,2
2013 T3	-0,8	-0,8	-1,0	-0,7	-1,6	-4,1	-0,9	0,5	-0,9	-0,9	0,0	0,0	-0,4
2013 T4	-0,4	-0,4	-0,8	0,0	-1,0	-3,1	-0,3	0,3	-0,8	-0,9	0,5	0,1	-0,8
2014 T1	0,0	0,2	-0,6	0,6	-0,5	-2,6	-0,1	0,8	-0,6	0,7	1,2	0,5	-0,1
2014 T2	0,4	0,7	-1,2	-0,7	0,4	-2,1	0,5	1,0	-1,1	0,9	1,4	0,6	0,5
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>													
2013 T3	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,2
2013 T4	0,1	0,1	0,0	-0,5	0,0	-0,6	0,2	0,7	-0,1	-0,5	0,2	0,3	-0,1
2014 T1	0,0	0,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	-0,1	0,2	-0,1	1,3	0,3	0,2	0,2
2014 T2	0,2	0,4	-0,4	0,4	0,4	-0,1	0,5	0,3	-0,8	0,1	0,6	-0,1	0,2
Heures travaillées													
<i>niveaux (en millions)</i>													
2013	230 906	184 562	46 344	10 119	36 262	15 930	59 555	6 563	6 427	2 238	29 008	50 158	14 646
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2013	100,0	79,9	20,1	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2011	0,2	0,3	-0,3	-2,2	0,6	-3,8	0,1	1,0	-0,2	0,4	2,7	0,4	0,2
2012	-1,5	-1,5	-1,6	-2,9	-2,1	-6,3	-1,6	0,4	-0,6	-1,2	-0,2	-0,4	-0,4
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,5	-1,3	-5,3	-1,3	0,3	-1,4	-2,2	-0,5	-0,5	-0,7
2013 T3	-1,0	-0,9	-1,1	0,4	-0,6	-4,0	-1,3	0,2	-0,8	-2,2	-0,4	-0,5	-0,8
2013 T4	-0,4	-0,3	-0,5	1,5	-0,4	-3,5	-0,4	0,9	-0,1	-1,9	0,4	-0,1	-1,1
2014 T1	0,6	0,7	0,0	1,0	0,9	-1,5	0,5	0,9	0,1	0,0	1,2	0,8	0,5
2014 T2	0,3	0,6	-1,1	-0,8	0,2	-2,4	0,6	0,9	-1,1	-0,6	1,4	0,4	-0,1
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>													
2013 T3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,5	-0,3	-0,7	0,4	0,0	0,3
2013 T4	0,1	0,2	-0,4	0,6	-0,1	-1,0	0,0	0,8	0,1	-0,8	0,1	0,6	-0,6
2014 T1	0,0	0,1	-0,3	-1,0	0,0	-0,6	0,1	0,0	-0,1	1,3	0,4	-0,1	0,5
2014 T2	0,2	0,3	-0,5	-0,6	0,2	-0,2	0,5	0,6	-0,8	-0,3	0,5	0,0	-0,3
Heures travaillées par personne employée													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2013	1 579	1 487	2 099	2 044	1 640	1 779	1 643	1 635	1 621	1 531	1 543	1 421	1 409
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2011	0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,7	-0,2	-0,4	0,1	0,4	-0,2	0,2	0,5	0,2
2012	-1,0	-0,9	-1,2	-1,3	-1,2	-1,7	-1,1	-0,3	-0,1	-1,2	-0,7	-0,2	-1,0
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,9	0,1	-0,8	-0,6	0,2	-0,2	-0,9	-0,7	-0,4	-0,5
2013 T3	-0,2	-0,2	-0,1	1,1	1,0	0,1	-0,5	-0,3	0,1	-1,3	-0,4	-0,5	-0,4
2013 T4	0,1	0,0	0,3	1,5	0,7	-0,4	-0,1	0,7	0,7	-1,0	0,0	-0,1	-0,4
2014 T1	0,5	0,6	0,7	0,3	1,4	1,1	0,6	0,1	0,7	-0,7	0,0	0,3	0,6
2014 T2	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	0,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>													
2013 T3	0,0	0,0	0,3	0,2	0,3	-0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,7	0,1	-0,2	0,1
2013 T4	0,0	0,1	-0,4	1,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	0,2	-0,4	-0,1	0,3	-0,5
2014 T1	0,0	-0,1	0,3	-0,4	-0,1	0,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,3
2014 T2	-0,1	0,0	-0,1	-1,0	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,0	-0,4	0,0	0,1	-0,5

Sources : Calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat.

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC 95.

5.3 Marché du travail

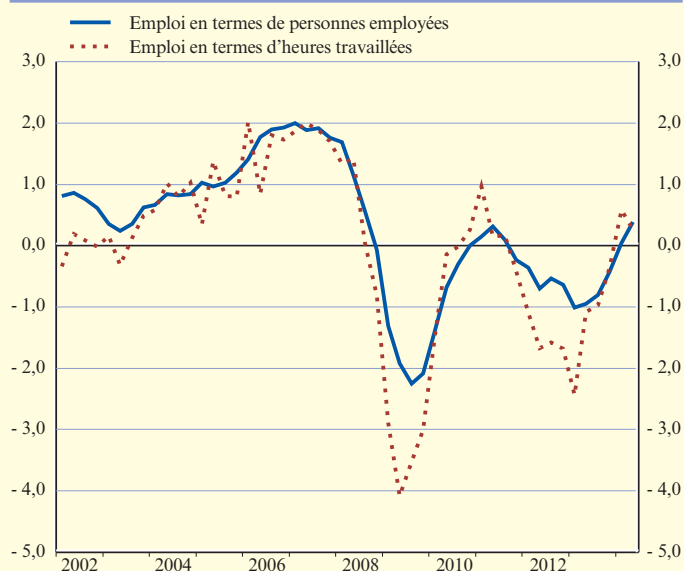
(données cvs, sauf indication contraire)

2. Chômage et taux d'emplois vacants ¹⁾

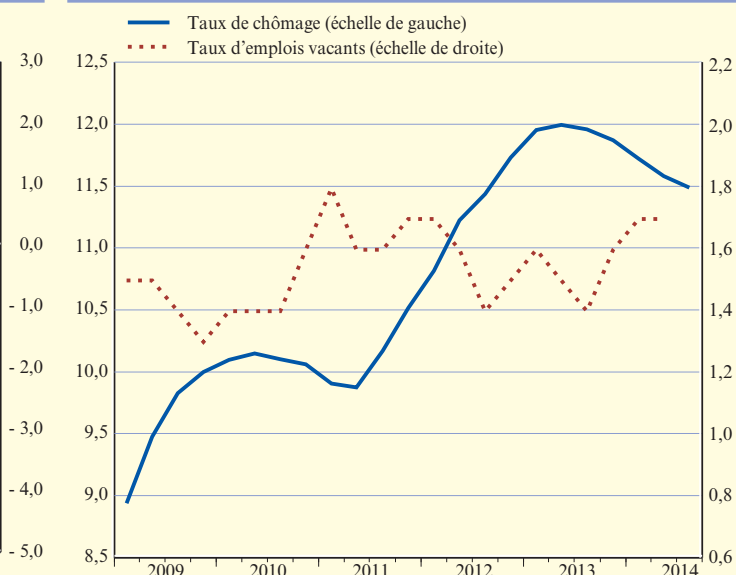
	Chômage										Taux d'emplois vacants ²⁾
	Total		Par âge ³⁾				Par sexe ⁴⁾				
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
			Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	
% du total en 2010	100,0		79,3		20,7		54,2		45,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,993	10,1	12,683	8,9	3,311	21,0	8,665	10,0	7,328	10,2	1,5
2011	16,067	10,1	12,828	8,9	3,239	20,9	8,595	9,9	7,472	10,4	1,7
2012	18,081	11,3	14,562	10,1	3,520	23,2	9,732	11,2	8,349	11,4	1,6
2013	19,118	11,9	15,559	10,7	3,559	23,9	10,280	11,9	8,838	12,0	1,5
2013 T3	19,155	12,0	15,604	10,7	3,551	24,0	10,337	11,9	8,818	12,0	1,4
T4	18,989	11,9	15,501	10,7	3,487	23,8	10,162	11,7	8,827	12,0	1,6
2014 T1	18,731	11,7	15,281	10,5	3,450	23,7	10,064	11,6	8,667	11,8	1,7
T2	18,517	11,6	15,129	10,4	3,388	23,5	9,898	11,4	8,619	11,7	1,7
T3	18,389	11,5	15,043	10,3	3,346	23,3	9,766	11,3	8,623	11,7	.
2014 Avril	18,559	11,6	15,159	10,4	3,400	23,5	9,985	11,6	8,575	11,7	-
Mai	18,540	11,6	15,148	10,4	3,393	23,4	9,899	11,4	8,641	11,8	-
Juin	18,452	11,5	15,081	10,4	3,370	23,5	9,810	11,3	8,642	11,8	-
Juillet	18,454	11,5	15,098	10,4	3,356	23,4	9,798	11,3	8,657	11,8	-
Août	18,366	11,5	15,024	10,3	3,342	23,3	9,750	11,3	8,615	11,7	-
Septembre	18,347	11,5	15,007	10,3	3,340	23,3	9,750	11,3	8,597	11,7	-

G30 Emploi – Personnes employées et heures travaillées

(variations annuelles en pourcentage)



G31 Chômage et taux d'emplois vacants ²⁾



Source : Eurostat.

- 1) Les données sur le chômage font référence à des personnes et suivent les recommandations de l'OIT.
- 2) Industrie, construction et services (à l'exclusion des ménages employeurs et des organismes extraterritoriaux) ; données brutes.
- 3) 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.
- 4) 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, somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes								Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires ³⁾	
		Impôts directs	Ménages	Sociétés	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	Employeurs ²⁾	Ménages ²⁾	Cessions	Impôts en capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009	44,4	44,0	11,4	9,0	2,3	12,5	15,2	8,0	6,1	3,0	0,3	0,4	39,5
2010	44,3	44,0	11,4	8,8	2,5	12,6	15,1	7,9	6,0	3,1	0,2	0,3	39,4
2011	44,8	44,5	11,7	8,9	2,6	12,8	15,1	7,9	6,0	3,1	0,2	0,3	39,9
2012	45,7	45,5	12,2	9,4	2,7	13,0	15,3	8,0	6,1	3,2	0,2	0,3	40,8
2013	46,4	46,1	12,5	9,6	2,8	13,1	15,5	8,0	6,2	3,2	0,3	0,3	41,4
2014 T1	46,6	46,1	12,5	.	.	13,0	15,4	.	.	3,2	0,5	.	41,2
2014 T2	46,6	46,1	12,5	.	.	13,0	15,5	.	.	3,2	0,5	.	41,3

2. Zone euro – dépenses

	Total	Dépenses courantes					Dépenses en capital		Pour mémoire : dépenses primaires ³⁾		
		Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales ⁴⁾	Subventions	Investissements	Transferts en capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009	50,3	45,2	10,9	5,4	2,8	23,4	1,9	5,0	3,6	1,4	47,5
2010	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	1,8	5,2	3,4	1,9	47,3
2011	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	1,8	4,3	3,1	1,2	45,7
2012	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	1,7	4,5	2,9	1,6	46,1
2013	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	1,7	4,1	2,8	1,3	46,2
2014 T1	49,3	45,4	10,3	5,3	2,8	23,0	1,4	4,0	2,8	1,1	46,6
2014 T2	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	1,4	3,8	2,8	1,0	46,5

3. Zone euro - déficit/excédent et solde par rapport au budget de l'UE

	Total	Déficit (-)/excédent (+)					Incidence du budget de l'UE	Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
		Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			
	1	2	3	4	5	6	7	
2009	-5,9	-5,0	-0,5	-0,3	-0,3	0,3	-3,1	
2010	-5,8	-5,0	-0,7	-0,4	-0,1	0,3	-3,1	
2011	-3,8	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	0,3	-0,9	
2012	-3,3	-3,4	-0,3	0,0	0,0	0,3	-0,4	
2013	-2,5	-2,5	-0,2	0,0	-0,1	0,4	0,3	
2014 T1	-2,8	.	.	.	.	.	0,0
2014 T2	-2,6	.	.	.	.	.	0,1

4. Zone euro - consommation des administrations publiques

	Total	Consommation des administrations publiques					Consommation collective	Consommation individuelle
		Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Transferts sociaux en nature	Consommation de capital fixe	Cessions		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	21,6	10,9	5,4	5,6	2,5	3,0	8,3	13,4
2010	21,4	10,7	5,4	5,6	2,5	3,1	8,1	13,3
2011	21,0	10,4	5,3	5,5	2,5	3,1	7,9	13,0
2012	21,0	10,3	5,3	5,6	2,6	3,2	8,0	13,0
2013	21,1	10,4	5,3	5,7	2,6	3,2	8,0	13,1

Sources : BCE pour les données annuelles ; Commission européenne (Eurostat) pour les données trimestrielles.

1) Les opérations du budget de l'UE sont incluses et consolidées dans les données annuelles.

2) Les données se rapportent aux cotisations sociales effectives.

3) Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

4) Les transferts courants vers les institutions sans but lucratif au service des ménages sont inclus dans les données annuelles.

6.2 Dette ¹⁾

(en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – dette par instruments financiers et par secteurs détenteurs

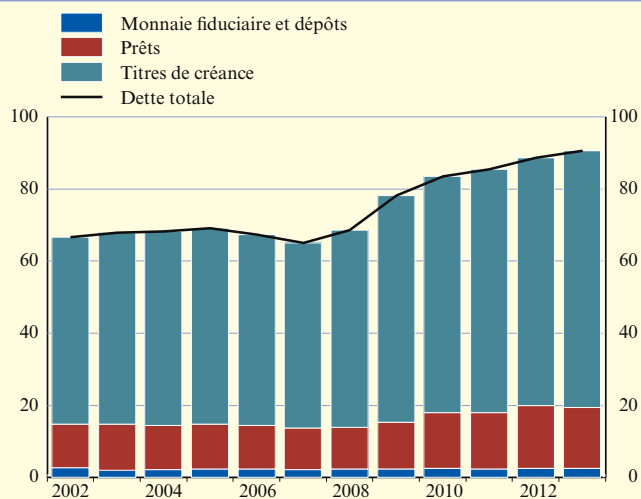
	Total	Instruments financiers				Secteurs détenteurs				
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents ²⁾				Créanciers non résidents ³⁾
						Total	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008	68,6	2,2	11,7	6,3	48,4	32,8	18,2	7,7	7,0	35,8
2009	78,2	2,4	12,8	8,0	55,0	36,5	21,1	9,0	6,5	41,7
2010	83,6	2,4	15,5	7,1	58,5	40,5	23,9	10,3	6,4	43,1
2011	85,5	2,4	15,5	7,1	60,4	42,4	24,1	11,1	7,2	43,1
2012	88,7	2,5	17,4	6,6	62,2	45,1	26,0	12,2	6,9	43,6
2013	90,7	2,5	16,9	6,1	65,2	45,7	26,0	12,8	6,9	45,0

2. Zone euro – dette par émetteurs, échéances et devises

	Total	Émetteur ⁴⁾				Échéance		Durée résiduelle			Devises		
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	≤ à 1 an	> à 1 an	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
													Taux d'intérêt variable
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Encours													
2008	68,6	55,4	6,7	5,2	1,3	9,7	58,9	5,7	17,2	23,0	28,5	67,4	1,1
2009	78,2	63,1	7,7	5,7	1,7	11,7	66,5	6,0	19,0	26,6	32,6	76,9	1,2
2010	83,6	67,5	8,3	5,8	1,9	12,7	70,9	6,1	20,7	28,6	34,3	82,2	1,3
2011	85,5	68,9	8,5	5,8	2,2	12,2	73,2	7,2	20,3	29,6	35,5	83,6	1,8
2012	88,7	71,7	8,9	5,9	2,2	11,5	77,3	8,6	19,5	31,4	37,8	86,5	2,2
2013	90,7	74,0	8,6	5,9	2,2	10,4	80,3	9,2	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0

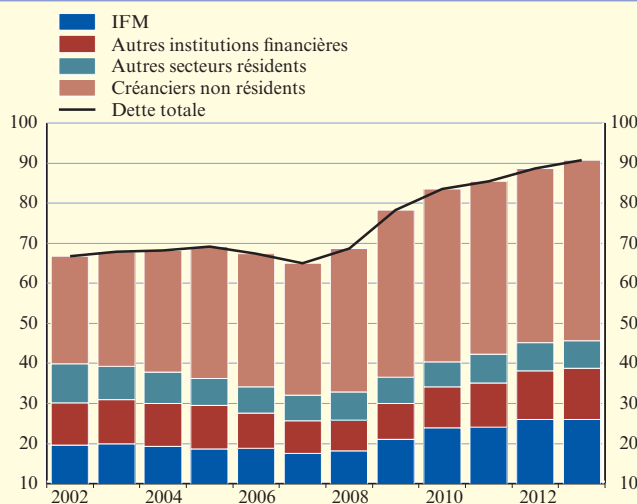
G32 Dette par instruments financiers

(en pourcentage du PIB)



G33 Dette par détenteurs

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

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 Ajustement dette-déficit, principaux actifs financiers et dette publique en valeur de marché ¹⁾
(en pourcentage du PIB)

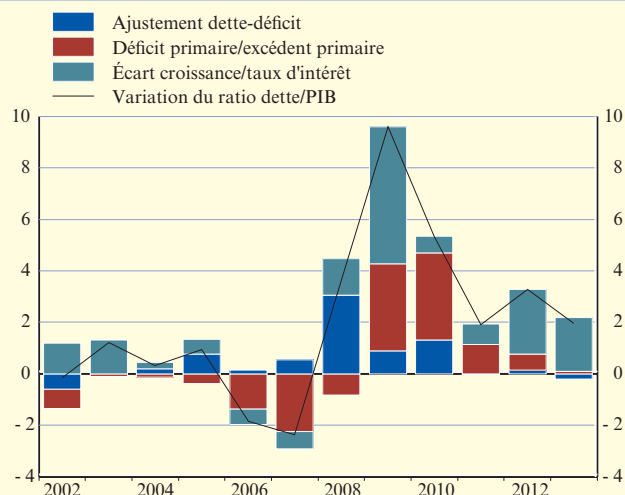
1. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/ excédent (+)	Ajustement dette-déficit											Pour mémoire : Besoin de finance- ment	
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques							Autres flux				
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et autres participations	Privati- sations	Dotations en capital	Total	Effets de valorisa- tion ²⁾	Effets liés au taux de change		Autres varia- tions en volume ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2008	5,2	-2,1	3,1	2,9	0,7	0,6	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,2	0,2	0,0	0,0	5,0
2009	7,1	-6,2	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	-0,2	0,0	0,0	7,3
2010	7,4	-6,1	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	7,5
2011	4,1	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	3,9
2012	3,8	-3,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-0,2	0,3	-1,3	-1,3	0,0	0,0	5,1
2013	2,7	-2,9	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	2,8

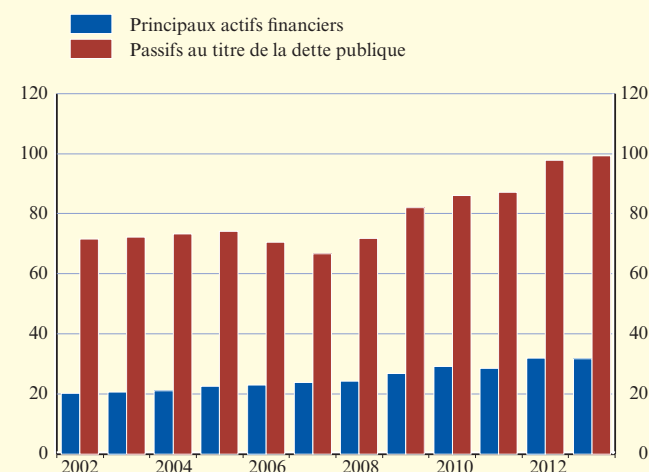
2. Zone euro - encours des principaux actifs financiers et des passifs au titre de la dette publique ⁴⁾

	Principaux actifs financiers					Passifs au titre de la dette publique			
	Total	Monnaie fidu- ciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et autres participations	Total	Monnaie fidu- ciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008	24,1	5,6	3,8	2,3	12,4	71,7	3,0	11,8	57,0
2009	26,8	6,3	3,9	2,6	14,0	81,9	3,2	12,9	65,9
2010	29,2	6,1	4,5	3,5	15,0	86,0	3,2	15,8	67,0
2011	28,6	6,2	4,9	3,2	14,4	87,1	3,5	16,1	67,5
2012	31,8	6,6	6,2	3,2	15,8	97,8	3,7	19,3	74,8
2013	31,6	6,1	6,4	3,0	16,0	99,3	3,3	19,5	76,5

G34 Variation de la dette
(variation annuelle du ratio dette/PIB et des facteurs sous-jacents)



G35 Encours des actifs et des passifs
des administrations publiques
(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales pour les actifs et les passifs des administrations publiques.

- 1) Les données sont en partie des estimations. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.
- 2) 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).
- 3) Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances.
- 4) Positions des principaux actifs financiers et passifs au titre de la dette publique en valeur de marché et consolidés entre les différents sous-secteurs des administrations publiques.

6.4 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

(principal et dépenses d'intérêts au cours de la période de service de la dette ; encours en fin de période ; opérations en moyenne sur 12 mois)

1. Zone euro : service de la dette dû sur deux ans

	Service de la dette											Durée résiduelle moyenne ³⁾
	Total	≤ 1 an							> 1 an et ≤ 2 ans			
		Total	Principal ²⁾		Dépenses d'intérêts			Total	Principal	Dépenses d'intérêts		
			Total	≤ 3 mois	> 3 mois	Total	≤ 3 mois				> 3 mois	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
En milliards d'euros												
2011	2 632,2	1 691,0	1 479,4	589,3	890,2	211,6	54,4	157,2	941,1	753,9	187,2	6,4
2012	2 598,4	1 597,9	1 391,6	478,8	912,9	206,3	52,9	153,4	1 000,4	815,2	185,3	6,3
2013 T3	2 692,6	1 659,7	1 450,6	469,9	980,7	209,1	53,4	155,7	1 032,9	846,6	186,3	6,3
T4	2 674,3	1 639,3	1 430,9	497,0	933,9	208,4	53,4	155,0	1 035,1	849,8	185,2	6,3
2014 T1	2 666,8	1 693,2	1 481,8	489,8	992,0	211,4	54,4	157,0	973,6	784,7	189,0	6,4
2014 Avril	2 705,8	1 685,1	1 474,3	498,2	976,1	210,8	54,2	156,6	1 020,7	831,8	188,9	6,4
Mai	2 707,0	1 667,7	1 456,1	506,4	949,7	211,6	54,3	157,3	1 039,3	849,1	190,2	6,4
Juin	2 652,5	1 669,9	1 459,9	542,7	917,2	210,0	53,8	156,2	982,6	793,4	189,2	6,4
Juil.	2 672,7	1 685,9	1 474,6	511,9	962,7	211,3	54,2	157,1	986,8	796,1	190,7	6,4
Août	2 749,5	1 769,1	1 561,0	607,7	953,3	208,1	53,4	154,6	980,4	792,4	188,0	6,3
Sept.	2 736,2	1 733,1	1 525,6	573,3	952,3	207,5	53,3	154,2	1 003,1	815,4	187,8	6,3
En pourcentage du PIB												
2011	27,1	17,4	15,1	6,0	9,1	2,2	0,6	1,7	9,7	7,7	2,0	-
2012	26,6	16,3	14,2	4,9	9,3	2,2	0,6	1,6	10,2	8,3	1,9	-
2013 T3	27,3	16,8	14,6	4,7	9,9	2,2	0,6	1,6	10,5	8,5	1,9	-
T4	27,1	16,6	14,4	5,0	9,4	2,2	0,6	1,6	10,5	8,6	1,9	-
2014 T1	27,0	17,1	15,0	4,9	10,0	2,1	0,6	1,6	9,8	7,9	1,9	-
2014 Avril	27,3	17,0	14,9	5,0	9,9	2,1	0,6	1,6	10,3	8,4	1,9	-
Mai	27,4	16,9	14,7	5,1	9,6	2,2	0,6	1,6	10,5	8,6	1,9	-
Juin	26,8	16,9	14,7	5,5	9,3	2,1	0,5	1,6	9,9	8,0	1,9	-
Juil.	27,0	17,0	14,9	5,2	9,7	2,1	0,6	1,6	10,0	8,0	1,9	-
Août	27,8	17,9	15,8	6,1	9,6	2,1	0,5	1,6	9,9	8,0	1,9	-
Sept.	27,7	17,5	15,4	5,8	9,6	2,1	0,5	1,6	10,1	8,2	1,9	-

2. Zone euro : rendements nominaux moyens

	Encours						Opérations			
	Total	Coupon zéro	Taux variable	Taux fixe			Émissions		Remboursements	
				Total	≤ 1 an	> 5 ans	Total	≤ 1 an	Total	≤ 1 an
En pourcentages annuels										
2011	4,0	3,0	2,5	4,2	3,7	4,6	.	.	3,2	3,2
2012	3,7	3,0	1,6	3,9	3,3	4,4	1,6	1,6	2,7	2,9
2013 T3	3,4	1,2	1,6	3,7	3,2	4,2	1,0	0,8	1,9	2,9
T4	3,4	1,0	1,6	3,7	3,2	4,2	1,0	0,7	1,8	2,8
2014 T1	3,2	0,8	1,6	3,7	3,2	4,1	1,1	0,6	1,7	2,8
2014 Avril	3,2	0,7	1,6	3,6	3,2	4,1	1,0	0,6	1,7	2,9
Mai	3,2	0,7	1,5	3,6	3,2	4,1	1,0	0,6	1,6	2,8
Juin	3,2	0,8	1,5	3,6	3,1	4,0	1,1	0,7	1,7	2,9
Juil.	3,2	0,9	1,6	3,6	3,0	4,0	1,2	0,8	1,7	2,9
Août	3,1	0,5	1,5	3,6	3,1	4,0	0,9	0,5	1,6	2,8
Sept.	3,1	0,5	1,5	3,5	3,1	3,9	1,0	0,5	1,6	2,8

Source : BCE.

1) Les données relatives aux titres de créance des administrations publiques sont en valeur nominale et ne sont pas consolidées au sein du secteur des administrations publiques.

2) Les montants du principal ne couvrent pas les titres de créance à court terme émis et remboursés dans les douze prochains mois.

3) Durée résiduelle moyenne exprimée en années.

6.5 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB, somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB ; pourcentages annuels pour les rendements)

	Belgique	Allemagne	Estonie ¹⁾	Irlande ²⁾	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent(+) des administrations publiques									
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9
2014 T1	-2,9	0,4	-0,4	-5,5	-10,2	-6,5	-4,0	-2,9	-5,0
T2	-3,1	0,5	-0,3	-5,4	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,1
Dettes des administrations publiques									
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2
2014 T1	108,6	75,6	10,5	121,9	174,3	95,0	94,1	130,7	102,5
T2	108,6	75,4	10,5	116,7	176,8	96,4	95,2	133,8	109,5
Titres de dette des administrations publiques : service de la dette ³⁾									
2012	20,7	14,6	-	7,1	15,4	17,5	17,6	22,5	17,8
2013	17,8	13,6	-	7,1	19,1	19,9	17,9	24,0	10,7
2014 T1	20,8	13,9	-	5,6	17,8	20,6	18,7	25,0	10,4
T2	18,9	13,6	-	4,7	12,8	20,4	18,6	25,2	11,0
2014 Juil.	18,8	13,2	-	5,0	14,7	21,3	18,7	25,2	6,4
Août	19,7	13,3	-	5,3	13,5	20,8	23,3	24,9	6,4
Sept.	20,0	13,1	-	5,3	12,6	20,8	22,9	23,6	6,3
Titres de dette des administrations publiques : rendements nominaux moyens									
2012	4,1	2,8	-	5,0	3,5	4,5	3,5	4,2	4,7
2013	3,8	2,4	-	4,5	3,6	4,2	3,2	3,8	3,7
2014 T1	3,6	2,3	-	4,5	3,6	4,0	3,0	3,7	3,7
T2	3,6	2,3	-	4,4	3,5	3,9	2,9	3,6	3,8
2014 Juillet	3,6	2,4	-	4,4	3,4	3,9	2,9	3,5	4,2
Août	3,6	2,2	-	4,4	3,3	3,9	2,9	3,5	4,2
Sept.	3,5	2,2	-	4,4	3,3	3,9	2,9	3,4	4,2
Déficit (-)/excédent(+) des administrations publiques									
2012	-0,8	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 T1	0,0	0,2	-3,0	-3,1	-1,5	-4,1	-13,5	-2,6	-2,5
T2	0,1	0,3	-3,2	-3,0	-1,5	-4,8	-13,1	-2,7	-2,5
Dettes des administrations publiques									
2012	40,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 T1	38,7	23,2	72,3	68,1	81,3	131,6	77,1	57,5	57,5
T2	41,1	23,1	75,0	69,6	82,6	129,4	78,3	55,6	58,9
Titres de dette des administrations publiques : service de la dette ³⁾									
2012	3,0	4,9	10,6	12,0	8,6	15,9	7,0	8,5	7,2
2013	3,8	0,3	11,6	10,9	10,9	20,8	12,7	8,9	6,7
2014 T1	3,9	0,3	12,8	10,0	10,2	20,7	16,9	11,9	5,8
T2	2,2	0,3	14,4	12,4	10,0	17,5	13,4	6,5	6,7
2014 Juillet	2,2	0,3	11,3	12,4	11,8	17,3	13,6	6,4	9,2
Août	2,1	0,3	10,6	11,9	11,2	17,3	13,0	6,4	9,2
Sept.	2,5	0,3	10,1	12,7	11,1	16,4	13,2	7,1	6,4
Titres de dette des administrations publiques : rendements nominaux moyens									
2012	4,5	3,0	4,9	3,4	3,9	4,3	4,5	3,9	3,0
2013	4,3	2,6	4,6	3,0	3,7	4,1	4,6	3,7	2,8
2014 T1	3,8	2,6	4,4	2,8	3,7	4,1	4,5	3,7	2,8
T2	3,6	2,6	4,3	2,8	3,5	4,1	4,3	3,6	2,7
2014 Juillet	3,6	2,6	4,3	2,7	3,5	4,0	4,3	3,6	2,7
Août	3,6	2,6	4,3	2,8	3,5	4,0	4,2	3,6	2,7
Sept.	3,6	2,6	4,3	2,7	3,5	4,0	4,2	3,6	2,6

Sources : Eurostat pour le déficit/excédent des administrations publiques et la dette publique, BCE pour le service de la dette des administrations publiques et les rendements nominaux moyens.

1) Actuellement, les statistiques relatives aux titres de dette des administrations publiques estoniennes ne sont pas publiées en raison d'une faible couverture des données d'origine.

2) Les données relatives au service de la dette publique ne couvrent pas les titres émis sans code ISIN.

3) Service de la dette publique couvrant les remboursements du principal et des intérêts dus sur les douze prochains mois.



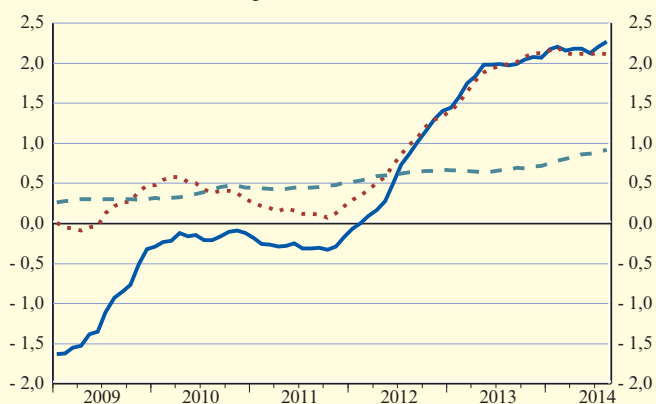
BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIÈRE

7.1 État récapitulatif de la balance des paiements ^{1) 2)} (flux nets en milliards d'euros, sauf indication contraire)

	Compte des 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 primaires	Revenus secondaires			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Dérivés financiers	Autres investissements	Avoirs de réserve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	-16,3	21,1	49,7	39,8	-126,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	138,3	132,3	65,6	70,3	-130,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	204,8	210,9	71,1	67,8	-145,0	20,0	224,8	442,1	38,7	6,6	33,6	358,4	4,8	217,3
2013 T4	78,3	58,8	20,0	29,6	-30,1	8,4	86,8	168,2	30,0	-32,5	12,4	157,9	0,4	81,5
2014 T1	37,4	43,7	18,6	26,9	-51,9	5,7	43,1	70,2	25,7	-53,5	5,8	89,9	2,2	27,1
2014 T2	46,0	60,4	25,5	-6,1	-33,8	3,9	49,8	76,0	-3,4	-36,3	15,7	99,8	0,3	26,1
2013 Août	10,6	11,6	4,7	6,3	-11,9	1,3	11,9	41,0	3,7	3,0	-4,7	37,0	2,0	29,1
Septembre	16,3	14,8	9,7	2,9	-11,2	0,5	16,8	26,6	14,4	2,5	1,9	6,7	1,1	9,8
Octobre	21,0	21,5	5,5	3,1	-9,2	3,1	24,1	35,3	-6,1	-2,0	4,5	39,7	-0,8	11,2
Novembre	24,7	21,4	5,6	6,5	-8,7	3,6	28,3	34,9	18,5	-48,6	4,4	60,8	-0,2	6,6
Décembre	32,6	15,8	9,0	20,0	-12,2	1,8	34,4	98,1	17,7	18,1	3,5	57,4	1,4	63,7
2014 Janvier	2,0	3,4	7,0	5,4	-13,9	0,9	2,9	-24,8	-3,9	-55,1	0,1	31,6	2,6	-27,7
Février	10,3	19,1	5,4	10,7	-24,8	2,9	13,2	4,1	11,9	-67,8	2,6	57,9	-0,4	-9,1
Mars	25,0	21,2	6,2	10,7	-13,1	1,9	27,0	90,8	17,8	69,4	3,2	0,4	0,0	63,8
Avril	16,5	18,7	7,3	0,8	-10,4	1,2	17,7	-5,7	16,4	32,2	5,5	-60,3	0,4	-23,4
Mai	8,4	20,6	9,0	-12,2	-9,1	0,7	9,0	-0,9	-4,9	-79,1	9,7	73,1	0,3	-9,9
Juin	21,1	21,1	9,1	5,2	-14,3	2,0	23,1	82,6	-14,9	10,6	0,5	86,9	-0,5	59,5
Juillet	31,8	23,8	10,8	7,0	-9,9	0,8	32,6	-11,6	3,3	-21,0	-1,1	7,0	0,1	-44,2
Août	16,8	8,9	7,5	8,9	-8,4	1,2	18,0	17,0	-11,6	33,7	-3,3	-3,0	1,3	-1,0
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2013 Août	195,1	196,7	65,3	76,6	-143,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Août	226,5	210,5	92,1	69,2	-145,3	20,5	247,1	346,4	58,5	-107,1	31,4	358,3	5,4	99,4
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2013 Août	2,0	2,0	0,7	0,8	-1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Août	2,3	2,1	0,9	0,7	-1,5	0,2	2,5	3,5	0,6	-1,1	0,3	3,6	0,1	1,0

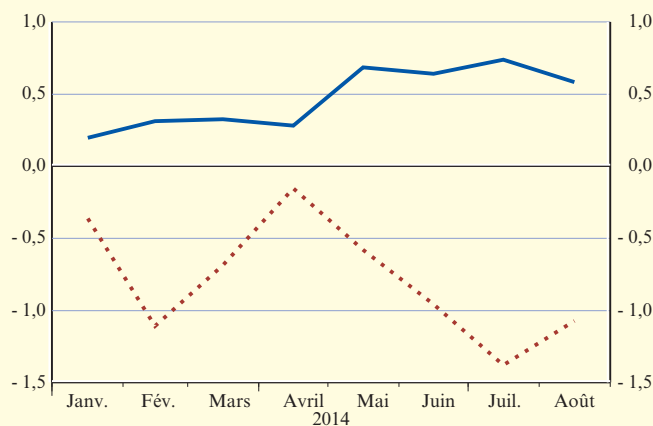
G36 Balance des paiements de la zone euro : compte des transactions courantes (flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)

- Solde du compte des transactions courantes
- Solde des échanges de biens
- Solde des échanges de services



G37 Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille (flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)

- Solde net des investissements directs
- Solde net des investissements de portefeuille



Source : BCE.

1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.

2) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

7.2 Compte des transactions courantes et compte de capital ¹⁾
(flux en milliards d'euros, sauf indication contraire)

1. État récapitulatif du compte des transactions courantes et du compte de capital ¹⁾

	Compte des transactions courantes												Compte de capital		
	Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires		Crédit	Débit		
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit				
1	2	3	4	5	6	7	8	Rémunération des salariés 9	10	Rémunération des salariés 11	12	13	14	15	
2011	2 951,7	2 967,9	-16,3	1 726,5	1 705,4	564,3	514,6	583,0	.	543,2	.	77,9	204,7	.	.
2012	3 152,7	3 014,4	138,3	1 870,0	1 737,8	608,8	543,2	595,6	.	525,3	.	78,1	208,1	.	.
2013	3 222,1	3 017,3	204,8	1 904,2	1 693,3	641,2	570,1	593,0	30,8	525,2	14,0	83,8	228,7	38,9	18,9
2013 T4	825,5	747,2	78,3	484,6	425,8	167,3	147,3	152,3	8,1	122,7	3,6	21,3	51,4	15,9	7,4
2014 T1	786,8	749,4	37,4	467,3	423,6	155,2	136,6	145,3	7,9	118,4	2,6	19,0	70,8	9,3	3,6
T2	828,4	782,4	46,0	484,1	423,8	171,2	145,7	150,1	7,8	156,2	3,7	22,9	56,7	7,5	3,6
2014 Avril	266,1	249,6	16,5	159,8	141,0	53,2	45,8	46,3	2,6	45,5	1,2	6,9	17,3	2,1	0,9
Mai	275,2	266,9	8,4	161,7	141,1	56,6	47,5	49,0	2,6	61,1	1,2	8,0	17,1	2,3	1,6
Juin	287,0	265,9	21,1	162,7	141,6	61,5	52,4	54,8	2,6	49,6	1,3	8,0	22,3	3,1	1,0
Juillet	287,0	255,2	31,8	171,9	148,1	61,6	50,8	46,6	2,6	39,5	1,4	6,9	16,8	1,8	1,0
Août	248,7	231,9	16,8	137,7	128,8	59,2	51,7	45,2	2,6	36,3	1,3	6,6	15,1	2,1	0,9
	<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2013 Août	3 195,3	3 000,2	195,1	1 890,8	1 694,1	625,4	560,1	597,2	.	520,6	.	81,8	225,4	.	.
2014 Août	3 251,0	3 024,5	226,5	1 905,8	1 695,4	673,0	580,9	588,4	31,6	519,1	13,9	83,8	229,1	38,3	17,8
	<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2013 Août	32,4	30,4	2,0	19,2	17,2	6,3	5,7	6,1	.	5,3	.	0,8	2,3	.	.
2014 Août	32,6	30,3	2,3	19,1	17,0	6,7	5,8	5,9	0,3	5,2	0,1	0,8	2,3	0,4	0,2
	<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2013 Août	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	.	0,0	.	0,0	0,0	.	.
2014 Août	-1,4	-4,1	58,1	-6,0	-4,5	8,9	4,1	-0,6	3,7	-7,3	0,9	9,5	-15,9	-8,7	-9,9
	Données CVS														
2013 T4	811,1	762,3	48,9	482,1	428,1	164,9	145,1	143,1	-	134,2	-	21,1	54,9	-	-
2014 T1	810,2	751,1	59,1	471,7	422,9	168,7	144,0	149,3	-	127,2	-	20,5	56,9	-	-
T2	824,7	761,6	63,1	486,7	426,6	171,5	148,1	145,9	-	127,0	-	20,6	59,9	-	-
2014 Avril	275,8	252,9	22,9	164,3	142,9	55,9	48,2	49,3	-	42,5	-	6,4	19,2	-	-
Mai	272,1	249,6	22,5	160,3	139,7	56,6	48,4	48,4	-	42,6	-	6,9	18,9	-	-
Juin	276,8	259,1	17,7	162,1	144,0	59,1	51,5	48,3	-	41,9	-	7,3	21,7	-	-
Juillet	272,6	251,0	21,6	159,8	142,2	56,3	47,3	49,6	-	42,5	-	6,9	19,0	-	-
Août	263,8	244,4	19,3	149,3	134,7	56,9	48,9	50,0	-	43,0	-	7,6	17,8	-	-
	<i>variations mensuelles en pourcentage</i>														
2014 Juin	1,7	3,8	-21,3	1,2	3,0	4,4	6,4	-0,2	-	-1,4	-	6,9	14,8	-	-
Juillet	-1,5	-3,1	21,9	-1,4	-1,2	-4,8	-8,1	2,7	-	1,3	-	-5,3	-12,6	-	-
Août	-3,2	-2,6	-10,4	-6,6	-5,2	1,2	3,3	0,8	-	1,1	-	9,4	-6,1	-	-

2. Services

	Total		Transports		Voyages		Services d'assurance, de pension et services financiers		Services de télécommunication, d'informatique et d'information		Autres services aux entreprises ²⁾		Autres services ³⁾	
	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	564,3	514,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	608,8	543,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	641,2	570,1	127,4	123,0	112,6	93,1	75,9	52,0	75,2	40,4	161,9	164,3	88,2	97,2
2013 T2	160,3	141,1	32,7	30,9	29,6	21,8	18,6	13,0	18,2	9,9	40,0	41,1	21,2	24,5
T3	171,5	148,7	33,5	31,4	39,9	31,9	19,2	12,5	18,3	9,6	39,2	39,7	21,5	23,6
T4	167,3	147,3	31,4	30,6	23,3	21,6	20,2	13,6	21,3	10,8	45,8	45,3	25,3	25,4
2014 T1	155,2	136,6	29,7	30,0	20,7	18,1	18,8	14,0	19,2	9,9	41,3	39,6	25,5	24,9
T2	171,2	145,7	31,4	30,4	30,8	23,4	19,9	14,0	20,7	10,2	43,6	42,6	24,8	25,1

Source : BCE.

- 1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.
- 2) Comprend les services de recherche et développement, les services spécialisés et les services de conseil en gestion, et les services techniques, liés au commerce et autres services aux entreprises non inclus dans les catégories précédentes.
- 3) Comprend les services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers, les services d'entretien et de réparation non inclus ailleurs, les frais pour usage de la propriété intellectuelle, les services personnels, culturels et relatifs aux loisirs, les biens et services des administrations publiques et les services non classés.

7.2 Compte des transactions courantes et compte de capital ¹⁾

(en milliards d'euros)

3. Revenus d'investissements

(flux)

	Total		Investissements directs				Investissements de portefeuille				Autres investissements		Avoirs de réserve		
	Crédit	Débit	Actions et autres participations		Titres de créance		Actions et autres participations		Titres de créance		Crédit	Débit	Crédit		
			Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit							
	Bénéfices réinvestis	Bénéfices réinvestis							Bénéfices réinvestis	Bénéfices réinvestis					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	535,1	511,2	271,7	32,1	183,0	38,7	64,0	50,9	45,4	112,9	102,5	110,3	48,7	54,2	2,7
2013 T2	145,5	153,3	75,6	0,5	48,6	9,1	16,3	12,5	14,7	49,8	25,9	28,3	12,4	14,1	0,7
T3	133,0	124,2	67,1	17,0	47,5	16,4	15,2	12,3	12,7	24,7	25,7	27,0	11,6	12,8	0,7
T4	132,9	119,1	67,5	-9,3	45,8	-3,5	17,3	13,1	9,9	19,4	25,5	27,1	12,0	13,6	0,7
2014 T1	125,3	115,8	61,8	17,8	40,6	12,4	16,2	13,9	11,2	20,5	24,9	27,3	10,6	13,5	0,7
T2	140,7	152,5	70,9	7,4	42,5	8,1	15,1	14,5	18,2	56,8	25,4	25,5	10,5	13,3	0,7

4. Ventilation géographique

(flux cumulés sur quatre trimestres)

	Total	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro				Brésil	Canada	Chine	Inde	Japon	Russie	Suisse	États-Unis	Autres pays ²⁾
		Total	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE									
T3 2013 à T2 2014	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Crédit														
Compte des transactions courantes	3 249,1	1 035,2	493,8	478,3	63,2	58,3	46,2	165,6	37,5	76,0	120,9	264,3	437,3	1 007,7
Biens	1 910,5	610,2	253,8	355,9	0,5	31,6	24,1	130,4	27,6	43,2	82,0	105,7	224,2	631,6
Services	665,3	202,1	123,5	70,9	7,7	10,7	10,8	20,4	7,4	16,2	21,1	74,2	106,1	196,3
Revenus primaires	589,9	185,0	91,9	46,2	46,9	15,5	10,7	14,3	2,2	13,0	17,2	71,4	96,0	164,6
Revenus d'investissements	531,9	149,9	89,4	53,8	6,8	15,3	10,6	14,2	2,2	12,9	17,2	55,0	94,3	160,3
Revenus secondaires	83,4	35,2	24,6	2,5	8,1	0,6	0,6	0,6	0,2	3,7	0,6	13,1	11,0	18,0
Compte de capital	40,4	31,1	5,0	0,7	25,3	0,0	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	2,9	0,5	4,7
Débit														
Compte des transactions courantes	3 036,4													
Biens	1 699,7	477,7	164,3	313,4	0,0	25,4	14,5	199,8	25,2	42,2	133,2	96,8	141,1	543,9
Services	578,3	168,1	92,9	73,9	1,3	5,3	8,2	16,4	7,0	10,1	10,4	50,5	125,4	176,9
Revenus primaires	525,5													
Revenus d'investissements	511,6													
Revenus secondaires	232,9	131,4	24,1	7,5	99,8	1,7	1,1	2,5	1,1	3,4	0,8	14,4	16,4	60,1
Compte de capital	17,9	6,4	4,6	1,5	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,7	1,8	7,9
Net														
Compte des transactions courantes	212,7													
Biens	210,9	132,5	89,5	42,5	0,5	6,3	9,6	-69,4	2,4	0,9	-51,2	8,9	83,1	87,7
Services	87,0	34,0	30,6	-3,0	6,4	5,4	2,6	3,9	0,4	6,1	10,7	23,7	-19,3	19,4
Revenus primaires	64,4													
Revenus d'investissements	20,3													
Revenus secondaires	-149,5	-93,5	0,5	-2,3	-91,6	-1,1	-0,6	-1,9	-0,9	0,2	-0,3	-1,3	-5,4	-44,8
Compte de capital	22,5	42,5	0,5	17,1	25,0	-0,2	-0,4	0,5	0,0	0,3	0,1	2,1	-1,3	-21,1

Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

2) Tous les revenus au titre des avoirs de réserve sont imputés aux autres pays.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

1. État récapitulatif du compte financier

	Total ²⁾			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers 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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 T2	17 723,4	19 159,9	-1 436,5	180,1	194,7	-14,6	7 119,8	5 406,2	5 463,9	8 782,8	-61,6	4 636,2	4 968,9	564,3
T3	17 609,2	19 113,7	-1 504,5	178,4	193,6	-15,2	6 995,4	5 409,4	5 564,3	8 907,0	-56,9	4 518,8	4 796,7	586,8
T4	17 755,2	19 096,7	-1 341,5	179,3	192,8	-13,5	7 231,6	5 550,5	5 653,4	9 054,5	-65,2	4 392,5	4 489,3	542,1
2014 T1	18 187,2	19 447,1	-1 259,9	182,7	195,4	-12,7	7 352,5	5 499,4	5 741,0	9 307,7	-49,5	4 578,3	4 638,1	570,6
T2	18 632,9	19 718,1	-1 085,2	186,6	197,4	-10,9	7 404,8	5 487,0	6 026,7	9 635,8	-44,0	4 661,5	4 593,9	583,1
Flux														
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	770,1	328,0	442,1	7,8	3,3	4,5	519,1	480,4	261,8	255,2	33,6	-49,2	-407,6	4,8
2013 T4	250,8	82,5	168,2	2,5	0,8	1,7	215,5	185,5	54,8	87,4	12,4	-32,4	-190,3	0,4
2014 T1	322,5	252,3	70,2	3,2	2,5	0,7	9,2	-16,5	69,2	122,7	5,8	236,0	146,1	2,2
T2	186,7	110,7	76,0	1,9	1,1	0,8	-26,5	-23,0	152,4	188,7	15,7	44,8	-55,0	0,3
2014 Avril	131,9	137,6	-5,7	-	-	-	30,4	14,0	48,8	16,6	5,5	46,8	107,0	0,4
Mai	69,6	70,5	-0,9	-	-	-	-15,1	-10,2	40,4	119,5	9,7	34,3	-38,8	0,3
Juin	-14,8	-97,5	82,6	-	-	-	-41,8	-26,9	63,2	52,6	0,5	-36,3	-123,2	-0,5
Juillet	65,0	76,6	-11,6	-	-	-	3,1	-0,2	16,7	37,7	-1,1	46,1	39,1	0,1
août	24,2	7,2	17,0	-	-	-	6,5	18,2	36,1	2,3	-3,3	-16,3	-13,3	1,3
Autres variations														
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 T2	-440,6	-300,9	-143,8	-6,9	-5,5	-1,5	-75,4	-102,5	-166,9	-172,5	-4,0	-69,5	-25,9	-124,8
T3	-185,2	-24,7	-159,0	-3,1	-1,5	-1,6	-197,3	-58,2	28,9	79,5	4,3	-40,5	-46,0	19,5
T4	-104,7	-101,3	-5,3	-2,2	-2,2	-0,1	20,7	-44,3	34,3	60,1	-20,7	-93,9	-117,0	-45,1
2014 T1	116,1	98,5	11,4	0,6	0,5	0,1	111,6	-34,6	18,4	130,5	9,9	-50,2	2,6	26,3
T2	252,4	160,9	98,7	3,5	2,5	1,0	78,8	10,6	133,3	139,4	-10,2	38,4	10,8	12,1
Taux de croissance annuels (en pourcentage) ³⁾														
2013 T2	.	.	.	-	-	-	.	.	.	.	-	.	.	.
T3	.	.	.	-	-	-	.	.	.	.	-	.	.	.
T4	.	.	.	-	-	-	.	.	.	.	-	.	.	.
2014 T1	4,9	2,0	2,2	-	-	-	6,2	7,5	4,0	3,2	-	3,7	-5,8	1,2
T2	4,7	2,2	2,0	-	-	-	3,9	3,9	6,3	5,0	-	3,9	-4,5	1,1

Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

2) Les dérivés financiers nets sont inclus dans les avoirs.

3) Cf. notes techniques.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

2. Investissements directs

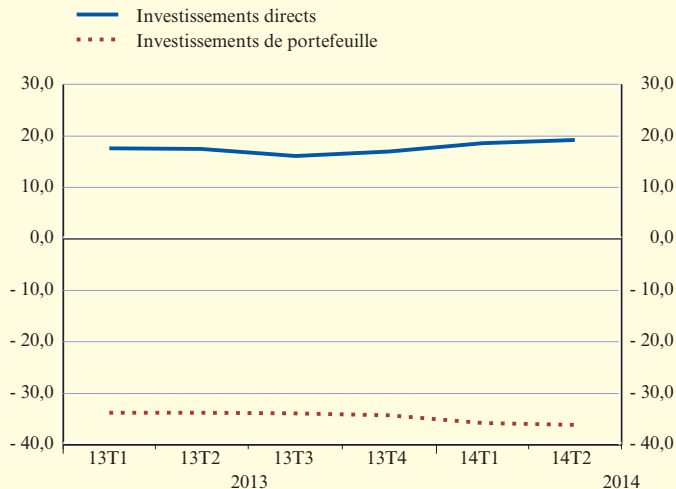
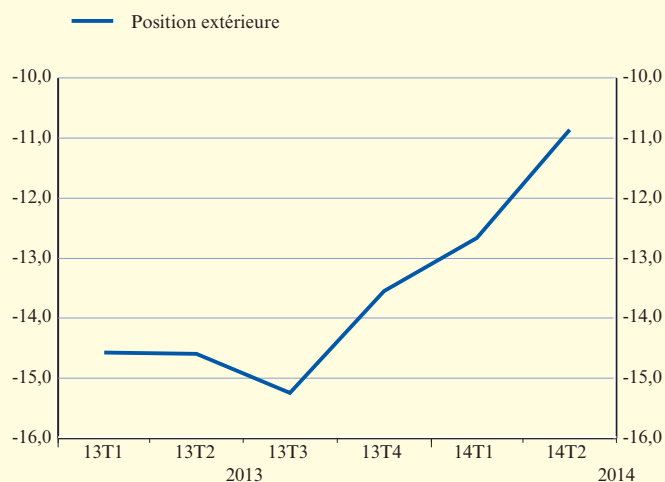
		Avoirs					Pour mémoire : investissements directs à l'étranger ²⁾	Engagements					Pour mémoire : investissements directs dans la zone euro ²⁾
		Total	Par instruments		Par secteurs résidents			Total	Par instruments		Par secteurs résidents		
			Actions et autres participations (y compris bénéficiers réinvestis)	Instruments de dette	IFM	Autres secteurs			Actions et autres participations (y compris bénéficiers réinvestis)	Instruments de dette	IFM	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Encours (position extérieure)													
2010		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	T2	7 119,8	4 851,8	2 268,0	308,2	6 811,6	6 100,4	5 406,2	3 476,6	1 929,6	161,3	5 244,9	4 386,9
	T3	6 995,4	4 847,8	2 147,6	305,6	6 689,8	6 035,4	5 409,4	3 511,6	1 897,8	161,3	5 248,1	4 449,4
	T4	7 231,6	5 042,1	2 189,5	302,6	6 929,0	6 291,5	5 550,5	3 651,0	1 899,5	153,4	5 397,1	4 610,4
2014	T1	7 352,5	5 114,5	2 238,0	307,5	7 045,0	6 314,7	5 499,4	3 607,0	1 892,4	151,9	5 347,6	4 461,7
	T2	7 404,8	5 111,3	2 293,6	308,5	7 096,3	6 406,2	5 487,0	3 562,6	1 924,4	153,2	5 333,8	4 488,4
Flux													
2011		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013		519,1	485,4	33,7	-0,8	520,0	578,1	480,4	419,4	61,0	8,1	459,1	539,4
2013	T4	215,5	240,0	-24,5	1,2	214,3	261,3	185,5	188,2	-2,8	1,9	183,5	231,2
2014	T1	9,2	-1,6	10,8	6,4	3,0	-16,6	-16,5	-17,4	0,9	-1,5	-28,4	-42,3
	T2	-26,5	-47,6	21,2	4,3	-29,2	3,9	-23,0	-32,3	9,3	2,3	-31,3	7,3
2014	Avril	30,4	3,7	26,8	1,7	29,2	-	14,0	7,0	7,1	0,9	11,1	-
	Mai	-15,1	-22,1	7,1	1,9	-16,4	-	-10,2	-22,1	11,9	0,6	-12,8	-
	Juin	-41,8	-29,2	-12,6	0,8	-42,0	-	-26,9	-17,2	-9,7	0,7	-29,6	-
	Juillet	3,1	9,6	-6,5	-0,7	3,8	-	-0,2	6,3	-6,5	0,2	-0,4	-
	Août	6,5	7,5	-1,0	-0,9	7,4	-	18,2	11,7	6,4	0,7	17,5	-
Taux de croissance annuels (en pourcentage)													
2013	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014	T1	6,2	8,0	2,1	0,2	6,3	8,1	7,5	9,7	3,4	1,5	7,7	10,5
	T2	3,9	5,9	-0,5	0,6	3,9	5,7	3,9	5,8	0,3	2,5	3,9	6,3

G38 Position extérieure de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)

G39 Positions des investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

2) Sur la base du principe directionnel du BPM5.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

3. Investissements de portefeuille : avoirs

	Total	Par intruments					Par secteurs résidents				Par secteurs de contrepartie (émetteurs)			
		Actions et part de fonds de placement			Titres de créance		Euro-système	IFM (hors Euro-système)	Administra-tions publiques	Autres secteurs	IFM	Administra-tions publiques	Autres secteurs	
		Total	Actions	Parts de fonds de placements	Court terme	Long terme								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Encours (position extérieure)														
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	5 463,9	2 129,5	1 813,1	315,4	491,3	2 841,0	83,6	931,4	140,8	4 308,0	1 163,0	865,4	3 435,4	
T2	5 564,3	2 230,3	1 906,0	322,9	487,3	2 844,2	81,2	944,8	140,9	4 397,4	1 190,6	807,9	3 565,7	
T3	5 653,4	2 346,9	2 009,0	335,0	475,2	2 829,1	78,5	937,2	135,1	4 502,6	1 155,0	793,8	3 704,5	
T4	5 741,0	2 405,4	2 076,9	326,7	486,4	2 849,2	79,1	936,5	129,2	4 596,1	1 197,2	798,3	3 745,5	
2014	6 026,7	2 549,4	2 183,8	364,2	509,4	2 967,9	84,8	962,7	132,5	4 846,7	1 233,1	848,6	3 944,9	
T2														
Flux														
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	261,8	165,9	151,6	14,3	6,6	89,3	17,2	-20,1	-2,3	267,0	43,7	20,5	197,3	
2013	54,8	41,2	36,5	4,7	-1,1	14,7	2,9	-0,5	-4,4	56,8	16,9	-5,4	43,5	
T4	69,2	18,1	12,4	5,7	12,7	38,4	1,6	-9,8	-4,8	82,2	9,3	12,5	47,4	
2014	152,4	65,0	55,7	9,3	16,0	71,4	4,2	9,4	-0,7	139,6	21,1	30,4	100,9	
T2	48,8	27,9	-	-	-0,5	23,2	-0,8	-11,1	0,1	60,6	5,6	7,9	35,3	
Avril	40,4	21,9	-	-	8,8	12,3	3,4	5,7	0,1	31,1	2,3	8,0	30,0	
Mai	63,2	15,2	-	-	7,7	35,9	1,5	14,8	-0,9	47,8	13,1	14,6	35,5	
Juin	16,7	6,6	-	-	1,8	8,3	-0,3	-1,4	-0,6	18,9	4,4	4,9	7,4	
Juillet	36,1	4,4	-	-	5,6	14,8	-2,9	13,0	-0,9	26,9	14,2	8,7	13,2	
août														
Taux de croissance annuels (en pourcentage)														
2013	T4	4,0	5,5	5,7	4,3	0,9	3,4	24,0	-3,0	-7,8	5,6	5,3	0,4	4,0
2014	T1	6,3	7,7	8,0	6,3	6,3	5,3	9,6	1,2	-7,8	7,8	8,8	2,6	6,2
2014	T2													

4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total	Par intruments					Par secteurs résidents			
		Actions et parts de fonds de placement			Titres de créance		IFM	Administra-tions publiques	Autres secteurs	
		Total	Actions	Parts de fonds de placement	Court terme	Long terme				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Encours (position extérieure)										
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	8 782,8	3 807,9	1 396,3	2 411,6	453,2	4 521,7	1 867,0	2 191,8	4 723,9	
T2	8 907,0	3 939,0	1 497,7	2 441,4	484,9	4 483,1	1 888,9	2 251,7	4 766,4	
T3	9 054,5	4 138,1	1 655,4	2 482,7	464,0	4 452,4	1 832,6	2 222,1	4 999,9	
T4	9 307,7	4 294,4	1 706,2	2 588,2	455,3	4 558,0	1 852,1	2 370,8	5 084,8	
2014	9 635,8	4 494,4	1 794,4	2 699,9	478,2	4 663,2	1 890,8	2 484,7	5 260,3	
T2										
Flux										
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	255,2	156,9	21,4	135,6	13,1	85,2	-44,2	115,5	204,2	
2013	87,4	42,0	15,2	26,8	-39,4	84,8	-11,4	31,4	74,4	
T4	122,7	57,8	-20,1	78,0	4,0	60,9	27,6	56,7	43,0	
2014	188,7	106,7	28,9	77,7	20,2	61,9	26,8	78,4	84,9	
T2	16,6	18,2	-	-	-5,5	3,8	-20,0	28,7	8,3	
Avril	119,5	31,6	-	-	14,5	73,4	29,2	45,3	45,5	
Mai	52,6	56,8	-	-	11,2	-15,4	17,6	4,4	31,1	
Juin	37,7	33,5	-	-	3,5	0,7	14,9	-21,5	44,3	
Juillet	2,3	18,6	-	-	-18,3	2,0	1,9	-27,5	27,9	
août										
Taux de croissance annuels (en pourcentage)										
2013	T4	3,2	4,0	0,3	6,5	-2,4	3,1	-0,6	5,7	3,7
2014	T1	5,0	5,6	1,0	8,6	4,9	4,4	2,9	8,5	4,1
2014	T2									

Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

5. Autres investissements : avoirs

	Total	Par intruments				Par secteurs résidents				
		Numéraire et dépôts	Autres avoirs ²⁾			Eurosystème	Autres IFM (hors Eurosystème)	Administrations publiques	Autres secteurs	
			Prêts	Crédits commerciaux et avances						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Encours (position extérieure)										
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	T2	4 636,2	2 314,1	2 322,1	1 655,1	250,0	19,8	2 951,4	158,6	1 507,4
	T3	4 518,8	2 205,9	2 312,9	1 636,0	244,6	26,5	2 858,7	156,1	1 478,4
	T4	4 392,5	2 163,1	2 229,4	1 624,7	243,8	17,1	2 761,1	161,7	1 453,5
2014	T1	4 578,3	2 319,7	2 258,6	1 596,1	247,6	10,0	2 906,5	160,2	1 495,9
	T2	4 661,5	2 402,6	2 258,9	1 604,9	252,6	9,1	2 983,1	159,0	1 511,1
Flux										
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	.	-49,2	-92,6	43,4	-10,0	-6,3	-20,1	-68,8	-10,1	49,7
2013	T4	-32,4	-6,4	-26,0	-17,8	-0,4	-8,7	-17,3	5,7	-12,1
2014	T1	236,0	170,8	65,2	1,7	-0,8	-6,6	143,1	0,1	99,4
	T2	44,8	56,5	-11,7	-0,9	-1,7	-1,0	57,9	-1,9	-10,1
2014	Avril	46,8	37,1	9,7	-	-	5,3	50,5	-4,3	-4,7
	Mai	34,3	44,3	-10,0	-	-	-4,5	41,2	1,6	-4,0
	Juin	-36,3	-24,9	-11,4	-	-	-1,9	-33,8	0,8	-1,4
	Juillet	46,1	30,7	15,4	-	-	0,9	54,1	-0,5	-8,4
	Août	-16,3	-11,3	-5,0	-	-	0,4	-13,7	3,8	-6,9
Taux de croissance annuels (en pourcentage)										
2013	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014	T1	3,7	5,6	1,8	-2,7	-3,0	-63,3	2,4	-0,3	8,2
	T2	3,9	5,9	1,8	-1,0	-3,0	-51,6	4,0	1,4	4,7

6. Autres investissements : engagements

	Total	Par intruments				Par secteurs résidents				
		Numéraire et dépôts	Autres engagements ³⁾			Eurosystème	Autres IFM (hors Eurosystème)	Administrations publiques	Autres secteurs	
			Prêts	Crédits commerciaux et avances						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Encours (position extérieure)										
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	T2	4 968,9	3 041,9	1 926,9	1 195,1	220,7	428,5	2 872,2	240,1	1 430,1
	T3	4 796,7	2 895,7	1 901,0	1 160,3	212,3	413,8	2 750,3	243,3	1 389,8
	T4	4 489,3	2 743,1	1 746,3	1 116,5	211,0	392,8	2 536,3	237,2	1 325,4
2014	T1	4 638,1	2 782,1	1 855,9	1 143,8	213,6	362,8	2 610,8	227,8	1 438,6
	T2	4 593,9	2 759,4	1 834,6	1 122,2	216,4	346,1	2 603,0	228,6	1 417,5
Flux										
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	.	-407,6	-390,7	-16,9	-19,5	7,4	-78,8	-325,4	0,3	-3,7
2013	T4	-190,3	-122,7	-67,6	-29,4	2,8	-16,7	-127,5	-7,0	-39,2
2014	T1	146,1	26,1	120,0	26,5	0,1	-30,6	71,0	1,2	104,5
	T2	-55,0	-36,0	-19,0	-19,1	0,3	-18,3	-22,5	2,5	-16,7
2014	Avril	107,0	89,5	17,5	-	-	1,8	88,1	0,0	17,1
	Mai	-38,8	-19,6	-19,2	-	-	-0,5	-27,5	-2,0	-8,8
	Juin	-123,2	-105,8	-17,4	-	-	-19,6	-83,1	4,5	-25,0
	Juillet	39,1	24,3	14,7	-	-	-13,0	44,2	1,9	6,0
	Août	-13,3	-27,6	14,2	-	-	6,3	-19,5	-1,2	1,0
Taux de croissance annuels (en pourcentage)										
2013	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014	T1	-5,8	-10,4	1,7	-1,6	0,8	-17,7	-8,3	0,8	2,0
	T2	-4,5	-8,9	2,7	-2,2	0,7	-18,0	-6,5	1,3	2,6

Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

2) Y compris autres participations, assurance, régimes de retraite, systèmes de garantie standard, autres comptes à recevoir.

3) Y compris autres participations, assurance, régimes de retraite, systèmes de garantie standard, autres comptes à payer et allocations de droits de tirage spéciaux.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

7. Avoirs de réserve ²⁾

	Total	Avoirs de réserve									Pour mémoire			
		Or monétaire		Avoirs en DTS	Position de réserve au FMI	Numéraire et dépôts		Autres avoirs de réserve			Dérivés financiers (nets)	Autres créances	Autres avoirs en monnaies étrangères	Sorties nettes de devises prévues à court terme
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Auprès des autorités monétaires et de la BRI	Auprès des banques	Actions et parts de fonds de placement	Titres					
				Long terme	Court terme									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Encours (position extérieure)														
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	7,7	16,0	0,5	112,8	17,9	0,0	0,0	26,3	.
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	5,3	7,8	0,8	135,7	11,7	-0,4	0,0	97,4	.
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	6,1	8,8	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	.
2013 T4	542,1	301,9	346,564	50,1	28,9	6,5	5,7	0,2	135,8	11,4	0,4	1,1	22,5	-30,1
2014 T1	570,6	324,9	346,792	50,2	28,2	5,3	7,7	0,3	139,5	12,1	0,1	2,3	22,7	-31,3
T2	583,1	333,8	346,720	50,8	28,1	4,9	8,1	0,3	139,6	14,8	-0,1	2,7	23,0	-28,5
2014 Mai	568,8	318,6	346,719	51,0	28,7	3,7	8,5	0,3	139,9	15,5	-0,2	2,7	23,7	-31,9
Juin	583,1	333,8	346,720	50,8	28,1	4,9	8,1	0,3	139,6	14,8	-0,1	2,7	23,0	-28,5
Juillet	585,1	333,1	346,721	51,4	28,4	4,6	12,3	0,3	136,5	15,6	-0,2	3,0	25,4	-32,2
Août	594,1	338,0	346,721	52,0	27,5	4,2	13,3	0,3	138,6	17,5	-0,3	2,9	24,6	-32,0
Septembre	597,0	335,2	346,722	53,2	28,5	6,3	10,4	0,4	143,1	17,9	-0,5	2,5	27,5	-31,9
Flux														
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	4,8	0,0	.	-0,5	-1,6	0,5	-2,8	0,0	16,1	-6,2	-1,0	0,4	.	.
2013 T4	0,4	0,0	.	0,4	-1,1	1,5	-3,2	0,0	6,2	-3,3	-0,1	0,1	.	.
2014 T1	2,2	0,0	.	-0,2	-0,7	-0,5	1,8	0,1	1,4	0,6	-0,3	0,0	.	.
T2	0,3	0,0	.	0,1	-0,4	-0,3	0,1	0,1	-2,1	2,3	0,1	0,4	.	.
2014 Avril	0,4	0,0	.	0,3	0,6	-1,3	0,4	0,1	-1,8	2,2	0,0	-0,1	.	.
Mai	0,3	0,0	.	0,0	-0,5	-0,3	0,1	0,0	-0,4	0,9	0,0	0,4	.	.
Juin	-0,5	0,0	.	-0,2	-0,6	1,3	-0,5	0,0	0,1	-0,7	0,0	0,0	.	.
Juillet	0,1	0,0	.	0,1	0,1	-0,4	4,6	0,0	-5,3	0,6	-0,2	0,5	.	.
Août	1,3	0,0	.	0,2	-1,0	-0,4	1,0	0,0	0,0	1,8	0,0	-0,3	.	.
Taux de croissance annuels (en pourcentage)														
2013 T4	0,8	0,0	.	-1,0	-5,2	8,6	-31,7	0,1	12,5	-33,1	.	51,3	.	.
2014 T1	1,2	0,0	.	-0,5	-8,4	20,0	-16,6	40,2	14,2	-35,1	.	52,6	.	.
T2	1,1	0,0	.	0,2	-9,1	5,9	7,7	71,1	7,2	-10,9	.	35,3	.	.

8. Dette extérieure brute

	Total	Dette extérieure brute									Dette extérieure nette	
		Par instruments					Par secteurs					
		Prêts, numéraire et dépôts	Titres de créances		Crédits commerciaux et avances	Autres passifs afférents à la dette	Investissements directs : instruments de dette	Administrations publiques	Euro-système	Autres IFM (hors Euro-système)		Autres secteurs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours (position extérieure)												
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 T4	11 301,1	3 859,5	464,0	4 452,4	211,0	417,1	1 899,5	2 459,3	390,6	3 833,2	4 617,9	1 112,5
2014 T1	11 539,7	3 926,0	455,3	4 558,0	213,6	496,3	1 892,4	2 598,6	360,6	3 895,0	4 685,5	1 082,6
T2	11 655,5	3 881,6	478,2	4 663,2	216,4	493,0	1 924,4	2 713,4	343,4	3 908,5	4 690,2	907,7
Encours en pourcentage du PIB												
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 T4	114,1	39,0	4,7	45,0	2,1	4,2	19,2	24,8	3,9	38,7	46,6	11,2
2014 T1	115,9	39,4	4,6	45,8	2,1	5,0	19,0	26,1	3,6	39,1	47,1	10,9
T2	116,7	38,9	4,8	46,7	2,2	4,9	19,3	27,2	3,4	39,1	47,0	9,1

Source : BCE.

- Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.
- 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	Hong-Kong	Japon	Suisse	États-Unis	Centres financiers extra-territoriaux	Organisations internationales	Autres pays	
	1	Total	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014 T2	Encours (position extérieure)													
Investissements directs	1 917,8	799,7	519,1	282,2	-1,7	103,6	120,8	10,5	-44,8	228,9	66,1	-339,6	-1,0	973,5
Avoirs	7 404,8	2 221,5	1 579,3	642,0	0,1	235,3	152,3	56,9	126,1	727,0	1 663,6	635,4	-0,5	1 587,2
Actions et autres participations et bénéfices réinvestis	5 111,3	1 497,5	1 048,6	449,0	0,0	172,9	119,7	37,9	95,5	483,1	1 121,0	478,1	-0,6	1 106,1
Instruments de dette	2 293,6	724,0	530,7	193,1	0,1	62,5	32,6	19,0	30,6	243,9	542,6	157,3	0,1	481,0
Engagements	5 487,0	1 421,8	1 060,2	359,8	1,8	131,7	31,5	46,3	170,9	498,1	1 597,5	975,0	0,5	613,6
Actions et autres participations et bénéfices réinvestis	3 562,6	1 024,9	761,3	262,3	1,3	110,4	9,4	17,9	151,0	273,9	1 103,4	469,3	0,1	402,2
Instruments de dette	1 924,4	396,9	298,9	97,5	0,5	21,3	22,1	28,4	19,9	224,2	494,1	505,7	0,4	211,4
Investissements de portefeuille – avoirs	6 026,7	1 897,9	1 003,5	662,1	232,4	120,9	60,4	59,4	300,6	181,5	1 928,6	418,3	39,9	1 019,2
Actions, parts de fonds de placement	2 549,4	522,9	362,9	159,7	0,2	41,5	55,0	47,8	199,0	160,0	897,2	240,8	1,1	384,2
Titres de créance	3 477,3	1 375,1	640,6	502,3	232,1	79,4	5,4	11,5	101,6	21,5	1 031,4	177,5	38,8	635,0
Court terme	509,4	162,4	89,0	72,7	0,6	9,3	1,1	5,1	71,5	6,1	183,7	23,3	2,2	44,7
Long terme	2 967,9	1 212,7	551,6	429,6	231,5	70,1	4,3	6,5	30,2	15,4	847,7	154,1	36,6	590,3
Autres investissements	67,0	-200,9	82,5	-40,3	-243,1	5,2	13,3	29,0	53,4	20,7	86,3	115,7	-209,0	153,4
Avoirs	4 661,5	1 994,0	1 639,0	338,9	16,2	30,5	68,7	81,6	137,9	274,3	759,9	428,4	36,9	849,1
IFM	2 992,2	1 347,3	1 099,7	245,2	2,4	18,4	48,5	75,3	113,2	159,3	466,0	337,5	6,8	420,1
Non-IFM	1 670,1	647,6	539,3	94,6	13,8	12,1	20,2	6,4	24,7	115,0	293,9	90,9	30,2	429,0
Engagements	4 593,9	2 194,4	1 556,5	378,7	259,3	25,2	55,5	52,6	84,5	253,6	673,6	312,7	246,0	695,8
IFM	2 949,1	1 417,3	989,0	322,3	106,0	16,5	26,1	42,7	48,9	184,7	352,5	240,1	112,9	507,3
Non-IFM	1 646,2	778,4	567,5	57,7	153,2	8,7	29,4	9,9	35,6	68,9	321,1	72,6	133,1	188,5
T3 2013 à T2 2014	Flux cumulés sur quatre trimestres													
Investissements directs	63,9	128,0	120,5	7,9	-0,3	7,6	2,8	-0,6	-24,0	-58,8	-110,6	38,2	0,0	81,3
Avoirs	271,3	99,2	85,6	13,6	0,1	23,4	10,8	7,1	-15,3	-33,2	38,6	47,0	0,0	93,6
Actions et autres participations et bénéfices réinvestis	282,2	105,2	76,3	28,9	0,0	31,6	7,5	0,6	-12,7	-45,9	70,6	44,4	0,0	80,8
Instruments de dette	-10,9	-6,0	9,3	-15,3	0,0	-8,2	3,3	6,5	-2,7	12,7	-32,0	2,7	0,0	12,7
Engagements	207,4	-28,8	-34,9	5,7	0,4	15,8	8,0	7,8	8,6	25,6	149,2	8,8	0,0	12,3
Actions et autres participations et bénéfices réinvestis	201,3	-22,4	-25,0	2,6	0,0	14,6	5,3	0,8	9,4	16,5	128,8	16,2	0,0	31,9
Instruments de dette	6,1	-6,4	-9,9	3,1	0,4	1,2	2,7	6,9	-0,7	9,1	20,3	-7,4	0,0	-19,7
Investissements de portefeuille – avoirs	348,0	97,3	73,3	9,0	15,0	17,0	4,7	1,6	22,4	13,9	114,7	9,8	5,7	60,8
Actions, parts de fonds de placement	171,0	51,1	31,9	19,0	0,2	4,1	3,3	-1,5	21,2	7,2	74,2	1,1	0,0	10,2
Titres de créance	177,0	46,2	41,4	-10,0	14,8	12,8	1,4	3,1	1,2	6,7	40,5	8,7	5,7	50,6
Court terme	30,0	9,7	17,0	-6,8	-0,5	2,0	0,0	1,8	4,0	1,7	5,5	5,0	1,0	-0,6
Long terme	147,0	36,5	24,4	-3,1	15,3	10,8	1,4	1,3	-2,8	5,0	35,1	3,8	4,7	51,2
Autres investissements	396,9	163,8	168,9	-6,4	1,3	4,8	9,2	14,7	42,1	61,8	34,1	13,3	0,9	52,2
Avoirs	171,6	-58,0	-65,4	7,3	0,1	7,5	12,1	25,3	48,0	26,5	74,5	39,0	0,9	-4,1
IFM	100,4	-78,1	-76,4	-2,1	0,4	0,7	11,7	26,7	45,2	17,9	53,6	31,6	0,8	-9,7
Non-IFM	71,2	20,1	11,1	9,3	-0,3	6,8	0,4	-1,4	2,8	8,6	20,9	7,4	0,1	5,6
Engagements	-225,4	-221,8	-234,3	13,7	-1,2	2,7	2,9	10,6	5,9	-35,3	40,3	25,7	0,0	-56,3
IFM	-263,1	-185,6	-194,3	13,5	-4,9	-1,7	-1,3	8,4	4,1	-44,8	22,3	17,7	-4,3	-77,9
Non-IFM	37,8	-36,2	-40,0	0,1	3,7	4,4	4,2	2,2	1,8	9,5	18,1	8,0	4,3	21,6

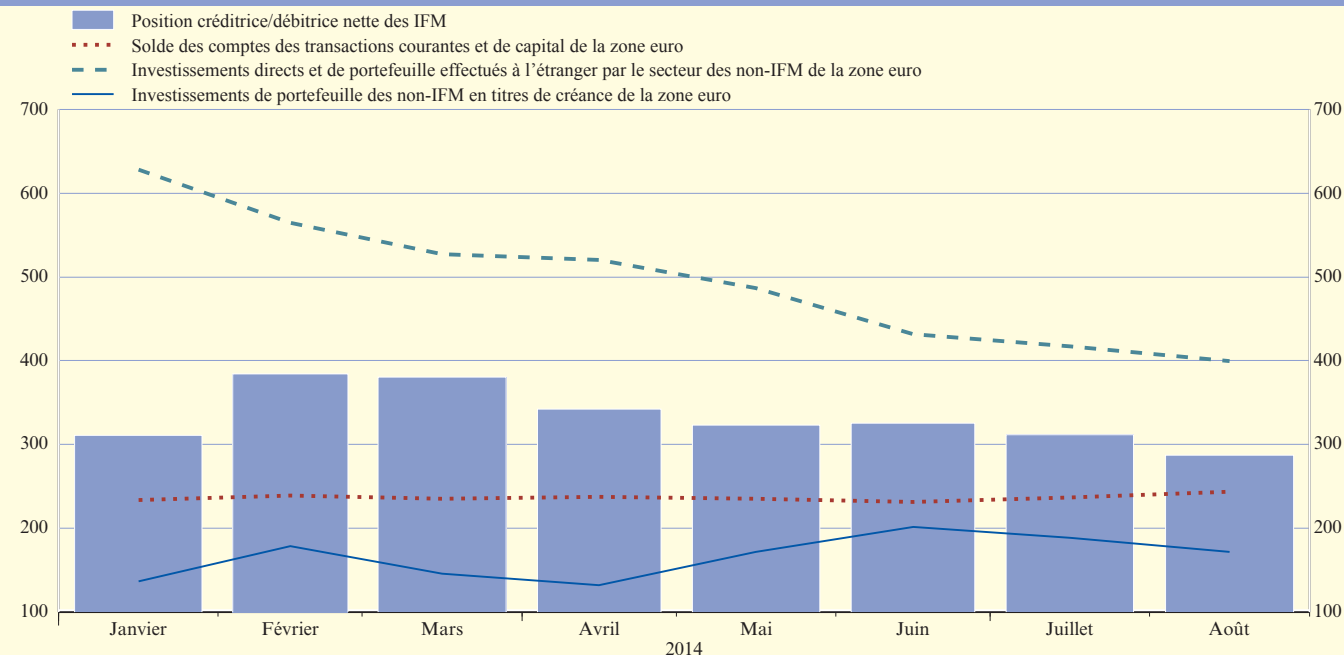
Source : BCE.

7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements ^{1) 2)}
(flux en milliards d'euros)

	Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM											Erreurs et omissions	
	Total	Solde des comptes des transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM								Dérivés financiers		
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements				
			Avoirs	Engagements	Avoirs		Engagements		Avoirs	Engagements			
1	2	3	4	Actions	Titres de créance	6	7	8	9	10	11	12	
2011
2012
2013	355,4	220,8	520,0	459,1	124,8	139,9	195,1	124,6	39,7	-3,5	33,6	217,3	
2013 T2	133,6	52,2	129,3	158,9	8,5	29,9	60,7	17,5	35,9	-23,2	13,8	84,8	
T3	48,2	54,8	72,9	53,4	30,5	30,5	11,3	25,3	-9,9	-7,6	0,5	35,5	
T4	136,9	85,1	214,3	183,5	35,5	16,9	54,7	51,1	-6,4	-46,1	12,4	81,5	
2014 T1	61,4	43,0	3,0	-28,4	33,2	44,2	47,6	52,0	99,5	105,8	5,8	27,1	
T2	79,2	48,5	-29,2	-31,3	71,4	67,4	90,1	73,2	-12,0	-14,2	15,7	26,1	
2013 Août	32,1	11,3	34,2	28,7	-3,4	5,1	-8,4	-1,6	-1,9	2,4	-4,7	29,1	
Septembre	-4,1	16,5	25,7	9,4	18,1	14,4	7,1	15,8	3,9	1,3	1,9	9,8	
Octobre	31,7	23,5	168,9	174,1	10,7	2,3	11,7	6,0	-6,1	-14,5	4,5	11,2	
Novembre	38,6	27,8	29,3	11,4	8,2	9,0	24,5	46,0	17,2	-9,5	4,4	6,6	
Décembre	66,6	33,9	16,2	-2,0	16,6	5,6	18,5	-0,9	-17,5	-22,2	3,5	63,7	
2014 Janvier	-6,6	3,0	24,9	24,0	8,6	9,3	7,3	32,0	21,3	19,1	0,1	-27,7	
Février	46,8	13,0	-23,5	-33,3	12,9	18,0	21,3	52,5	18,8	31,3	2,6	-9,1	
Mars	21,1	27,1	1,7	-19,1	11,7	16,8	19,0	-32,4	59,3	55,4	3,2	63,8	
Avril	-27,5	17,1	29,2	11,1	32,3	28,4	13,1	23,9	-9,1	17,1	5,5	-23,4	
Mai	43,4	8,3	-16,4	-12,8	22,0	9,3	26,2	64,5	-2,4	-10,8	9,7	-9,9	
Juin	63,2	23,1	-42,0	-29,6	17,1	29,7	50,8	-15,3	-0,6	-20,5	0,5	59,5	
Juillet	6,4	32,5	3,8	-0,4	10,3	8,0	24,9	-2,0	-8,9	7,9	-1,1	-44,2	
Août	7,3	17,6	7,4	17,5	6,2	19,8	19,1	-18,7	-3,1	-0,2	-3,3	-1,0	
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2013 Août	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Août	287,1	243,3	225,1	150,2	174,7	170,7	243,5	171,4	72,9	54,3	31,4	99,4	

G40 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur ²⁾

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

2) 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⁾

1. Valeurs et volumes par groupes de produits ²⁾

(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	1 749,0	880,9	353,2	474,6	1 432,3	1 766,4	1 130,3	241,4	369,3	1 110,9	323,3
2012	7,6	1,8	1 880,6	934,3	386,5	516,7	1 524,0	1 794,2	1 152,1	243,4	373,0	1 090,2	360,9
2013	1,1	-3,0	1 897,3	933,1	385,1	532,6	1 538,0	1 739,3	1 098,4	236,4	374,1	1 077,5	337,0
2013 T2	1,8	-3,0	474,7	232,6	97,3	132,2	384,3	433,6	275,5	58,9	92,0	267,6	84,5
T3	0,3	-1,8	472,7	231,9	95,4	133,7	384,2	436,8	275,5	60,4	94,3	270,3	84,3
T4	1,1	-2,2	474,6	232,0	96,4	133,9	386,7	431,5	268,9	58,1	95,8	271,8	81,1
2014 T1	1,2	0,4	479,5	235,0	95,3	136,7	389,5	436,8	271,9	60,5	96,2	277,7	79,2
T2	0,6	0,1	479,9	234,0	95,7	137,2	394,5	436,1	270,0	60,1	98,3	279,8	79,2
2014 Juin	3,0	2,7	159,9	77,4	31,5	45,4	131,1	146,2	89,8	20,6	32,9	94,0	25,9
Juillet	2,9	0,9	159,7	77,7	31,7	46,4	131,0	147,0	91,2	20,2	33,1	95,3	26,6
Août	-2,9	-4,4	158,3	.	.	.	128,2	142,5	.	.	.	90,5	.
Indices de volume (2000 = 100 : variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2011	7,7	3,3	108,2	107,5	111,0	107,8	108,8	103,1	103,7	103,3	101,1	104,7	98,1
2012	3,5	-3,2	111,9	110,2	117,1	111,7	112,0	99,5	100,8	98,0	96,8	98,9	99,6
2013	1,7	-0,5	113,5	111,7	115,7	114,9	113,1	99,1	100,1	95,3	97,2	98,5	98,3
2013 T2	2,0	-1,1	113,3	111,0	116,2	114,1	112,8	98,9	100,9	93,6	95,4	97,4	101,2
T3	2,2	1,9	113,5	111,7	114,6	115,6	113,3	99,5	100,4	97,6	98,0	99,1	97,9
T4	2,2	1,4	113,7	111,9	115,7	114,7	113,4	99,6	99,8	95,3	99,4	100,0	95,9
2014 T1	1,5	2,1	114,9	113,3	114,6	117,2	114,2	100,3	100,3	97,9	99,8	102,0	94,9
T2	0,7	2,1	114,8	113,0	113,8	117,7	115,6	101,6	101,8	97,6	102,3	103,2	95,7
2014 Mai	0,5	1,6	115,4	112,6	116,0	118,8	116,8	101,7	102,7	95,6	102,1	102,1	99,0
Juin	2,4	3,6	114,0	111,6	111,6	115,5	114,4	101,6	100,9	99,9	102,6	103,5	92,2
Juillet	1,2	2,1	113,6	111,7	112,9	117,5	114,0	102,7	102,8	101,9	102,0	105,2	95,2

2. Prix ³⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) ⁴⁾							Prix à l'importation des produits industriels (CAF)						
	Total (indice : 2010 = 100)	Total				Pour mémoire : produits manufacturés (indice : 2010 = 100)	Total	Total				Produits manufacturés		
		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			
% du total	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	103,7	3,7	5,3	1,1	1,7	22,5	3,5	107,6	7,5	4,1	-1,5	3,6	27,4	2,9
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	8,1	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,4	-1,9	0,0	-5,5	-1,7
2013 T3	105,0	-1,4	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,6	-0,8	-5,3	-2,5
T4	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	106,8	-3,2	-3,1	-2,1	-0,8	-5,5	-2,3
2014 T1	104,1	-1,6	-1,8	-0,3	-0,1	-9,3	-1,3	106,0	-3,6	-3,0	-2,3	-0,4	-7,3	-2,2
T2	104,3	-0,8	-1,3	-0,3	0,0	-1,7	-0,7	105,4	-2,3	-2,8	-2,7	-0,6	-2,2	-2,0
T3	104,6	-0,4	-0,3	0,4	0,2	-5,5	-0,2	105,3	-2,6	-0,7	-1,2	0,1	-7,5	-0,7
2014 Juillet	104,6	-0,4	-0,5	0,2	0,3	-4,2	-0,3	105,5	-2,3	-1,3	-1,6	-0,5	-4,9	-1,1
Août	104,5	-0,5	-0,3	0,3	0,2	-6,8	-0,3	105,1	-2,8	-0,6	-1,4	0,1	-8,0	-0,8
Septembre	104,7	-0,2	-0,1	0,6	0,1	-5,6	0,0	105,3	-2,7	-0,1	-0,7	0,7	-9,6	-0,1

Source : Eurostat.

- Les différences entre le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements de la BCE et les échanges de biens enregistrés par Eurostat découlent principalement de différences de définition. Alors que les statistiques relatives aux échanges commerciaux considèrent qu'une transaction a lieu lorsque les biens franchissent physiquement les frontières, la balance des paiements enregistre les biens sur la base d'un transfert de propriété. Pour de plus amples détails, cf. tableau 1, *Euro area balance of payments and international investment position statistics - 2009 quality report* (Statistiques de balance des paiements et de position extérieure de la zone euro - rapport 2009 sur la qualité), BCE, mars 2010.
- 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 affectées 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 exportés 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	États membres de l'UE (hors zone euro)			Russie	Suisse	Turquie	États-Unis	Asie		Afrique	Amérique latine	Autres pays	
	1	Total	Royaume- Uni	Autres pays de l'UE	5	6	7	8	Chine	Japon	12	13	14	
		2	3	4					9	10				11
Exportations (FAB)														
2011	1 749,0	557,0	214,4	342,7	81,8	109,2	57,0	201,7	408,5	115,9	39,6	112,8	84,9	135,6
2012	1 880,6	573,3	230,0	343,3	92,2	116,3	59,5	223,7	440,7	120,7	44,6	126,5	97,4	151,3
2013	1 897,3	589,3	239,4	349,8	88,7	110,7	60,4	221,5	443,9	122,1	43,9	129,7	97,8	154,9
2013 T2	474,7	145,5	59,3	86,3	22,8	27,4	15,6	55,1	110,4	30,0	10,8	32,8	24,8	39,9
T3	472,7	148,1	59,9	88,2	21,7	27,8	14,7	55,4	110,1	31,1	11,1	31,7	24,7	38,6
T4	474,6	151,8	62,1	89,7	20,7	27,5	14,6	55,5	112,5	31,4	11,0	31,0	23,5	37,9
2014 T1	479,5	154,6	63,3	91,3	20,2	26,9	14,6	58,0	112,2	32,0	11,0	33,1	23,5	36,0
T2	479,9	155,0	63,3	91,7	19,4	27,4	14,0	59,3	113,5	32,2	10,6	32,5	22,7	35,8
2014 Juin	159,9	51,9	21,0	30,8	6,1	9,3	4,6	19,5	37,4	10,8	3,5	10,8	7,5	12,8
Juillet	159,7	52,6	21,4	31,2	6,4	9,3	4,5	19,4	38,5	11,0	3,6	10,3	7,4	10,7
Août	158,3	52,3	.	.	5,9	9,4	4,7	19,5	37,5	10,6	3,6	10,3	7,4	.
<i>flux cumulés sur douze mois en pourcentage du total des exportations</i>														
2013 Août	100,0	30,6	12,4	18,2	4,9	5,9	3,2	11,6	23,4	6,3	2,3	7,0	5,2	8,2
2014 Août	100,0	32,2	.	.	4,2	5,7	3,0	12,1	23,6	6,7	2,3	6,7	4,9	.
Importations (CAF)														
2011	1 766,4	483,1	167,5	315,6	139,6	82,2	35,1	140,8	556,9	220,1	53,8	129,3	91,4	108,1
2012	1 794,2	482,7	167,5	315,2	144,8	82,3	34,5	151,2	540,7	214,3	49,2	157,5	89,8	111,2
2013	1 739,3	487,9	164,3	323,6	145,0	81,8	36,0	149,2	510,0	204,3	43,6	141,3	80,3	107,8
2013 T2	433,6	121,0	40,9	80,1	35,6	20,5	8,8	37,3	128,0	50,5	11,0	36,3	19,9	26,3
T3	436,8	123,0	41,0	82,0	36,7	20,8	9,0	38,0	127,5	50,6	10,6	34,5	20,1	27,0
T4	431,5	122,7	40,6	82,1	35,3	20,4	9,3	38,3	127,2	51,1	10,9	32,5	19,7	26,0
2014 T1	436,8	124,5	40,5	84,0	34,7	21,1	9,3	37,1	130,4	53,6	10,7	32,7	19,4	27,7
T2	436,1	125,3	40,6	84,7	34,0	21,5	9,5	37,5	129,0	53,1	10,3	32,9	19,8	26,5
2014 Juin	146,2	41,7	13,5	28,3	11,1	7,1	3,2	12,8	43,0	18,1	3,4	10,9	6,8	9,4
Juillet	147,0	41,6	13,0	28,6	10,7	7,3	3,2	12,9	44,1	18,2	3,6	11,2	6,7	9,3
Août	142,5	40,6	.	.	10,6	7,0	3,0	13,0	42,7	17,7	3,5	10,9	6,3	.
<i>flux cumulés sur douze mois en pourcentage du total des importations</i>														
2013 Août	100,0	27,7	9,5	18,2	8,3	4,7	2,0	8,4	29,4	11,7	2,5	8,6	4,7	6,2
2014 Août	100,0	28,5	.	.	7,9	4,8	2,1	8,7	29,7	12,1	2,5	7,6	4,5	.
Solde														
2011	-17,4	73,9	46,9	27,0	-57,8	27,0	21,9	60,8	-148,4	-104,2	-14,2	-16,5	-6,5	27,5
2012	86,4	90,7	62,6	28,1	-52,6	34,1	25,0	72,5	-100,1	-93,6	-4,6	-31,1	7,6	40,1
2013	158,0	101,3	75,1	26,2	-56,3	28,9	24,3	72,3	-66,1	-82,3	0,3	-11,5	17,5	47,1
2013 T2	41,1	24,5	18,3	6,2	-12,8	6,9	6,8	17,7	-17,6	-20,5	-0,2	-3,4	4,9	13,6
T3	35,9	25,1	18,8	6,2	-15,0	7,0	5,7	17,4	-17,4	-19,5	0,5	-2,8	4,6	11,6
T4	43,2	29,0	21,4	7,6	-14,6	7,0	5,3	17,2	-14,7	-19,7	0,1	-1,5	3,8	11,9
2014 T1	42,7	30,1	22,8	7,3	-14,4	5,8	5,4	20,9	-18,2	-21,6	0,4	0,4	4,1	8,2
T2	43,8	29,7	22,7	7,0	-14,6	6,0	4,5	21,7	-15,5	-20,8	0,3	-0,3	2,9	9,3
2014 Juin	13,8	10,1	7,6	2,5	-5,0	2,2	1,5	6,6	-5,6	-7,4	0,1	-0,1	0,7	3,3
Juillet	12,7	11,0	8,4	2,6	-4,3	2,0	1,3	6,5	-5,6	-7,1	0,0	-0,9	0,8	1,3
Août	15,8	11,7	.	.	-4,7	2,4	1,7	6,5	-5,2	-7,1	0,1	-0,6	1,1	.

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)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	103,4	100,7	97,2	95,0	106,6	96,8	112,2	97,7	
2012	97,9	95,6	92,9	89,8	101,8	91,7	107,1	92,9	
2013	101,7	98,9	96,4	93,4	104,8	94,0	112,0	96,2	
2013 T3	101,9	99,2	96,6	93,5	106,2	95,4	112,9	96,8	
T4	103,1	100,0	97,6	94,3	101,0	91,2	114,7	97,8	
2014 T1	103,9	100,7	97,9	95,4	104,4	96,9	116,6	99,0	
T2	103,8	100,1	97,8	95,0	103,6	97,0	116,0	97,9	
T3	101,6	97,9	95,7	.	.	.	113,7	95,6	
2013 Octobre	102,8	99,8	97,3	-	-	-	114,2	97,4	
Novembre	102,6	99,5	97,1	-	-	-	114,2	97,3	
Décembre	103,9	100,7	98,2	-	-	-	115,8	98,6	
2014 Janvier	103,4	100,3	97,5	-	-	-	115,9	98,6	
Février	103,6	100,4	97,6	-	-	-	116,3	98,9	
Mars	104,6	101,4	98,5	-	-	-	117,5	99,6	
Avril	104,5	101,0	98,5	-	-	-	117,0	98,9	
Mai	103,8	100,1	97,9	-	-	-	116,1	97,8	
Juin	103,0	99,3	97,1	-	-	-	115,1	97,0	
Juillet	102,6	98,8	96,6	-	-	-	114,6	96,4	
Août	101,9	98,2	95,9	-	-	-	114,0	95,9	
Septembre	100,4	96,7	94,6	-	-	-	112,4	94,5	
Octobre	99,6	95,9	93,8	-	-	-	111,9	94,0	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>								
2014 Octobre	-0,8	-0,8	-0,8	-	-	-	-0,4	-0,6	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>								
2014 Octobre	-3,2	-3,9	-3,6	-	-	-	-2,0	-3,5	

G41 Taux de change effectifs

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— TCE-20 nominal
 TCE-20 réel déflaté de l'IPC



G42 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) 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
2014 T1	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
T2	1,9558	27,446	7,4628	7,5992	3,4528	305,91	4,1665	4,4256	9,0517	0,81471	2,8972
T3	1,9558	27,619	7,4522	7,6233	3,4528	312,24	4,1747	4,4146	9,2052	0,79378	2,8674
2014 Avril	1,9558	27,450	7,4656	7,6267	3,4528	307,37	4,1853	4,4620	9,0329	0,82520	2,9393
Mai	1,9558	27,437	7,4641	7,5952	3,4528	304,58	4,1800	4,4237	9,0298	0,81535	2,8736
Juin	1,9558	27,450	7,4588	7,5770	3,4528	305,87	4,1352	4,3930	9,0914	0,80409	2,8808
Juillet	1,9558	27,458	7,4564	7,6146	3,4528	309,81	4,1444	4,4098	9,2327	0,79310	2,8699
Août	1,9558	27,816	7,4551	7,6326	3,4528	313,91	4,1919	4,4252	9,1878	0,79730	2,8784
Septembre	1,9558	27,599	7,4449	7,6236	3,4528	313,20	4,1899	4,4095	9,1929	0,79113	2,8543
Octobre	1,9558	27,588	7,4448	7,6573	3,4528	307,85	4,2066	4,4153	9,1797	0,78861	2,8577
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Octobre	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	-1,7	0,4	0,1	-0,1	-0,3	0,1
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Octobre	0,0	7,5	-0,2	0,5	0,0	4,4	0,4	-0,7	4,9	-6,9	5,5
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Roupie indienne	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	
2014 T1	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16 179,21	4,7892	140,80	4,5184	
T2	1,4699	3,0583	1,4950	8,5438	10,6297	81,9776	15 935,34	4,7517	140,00	4,4352	
T3	1,4326	3,0137	1,4422	8,1734	10,2746	80,3183	15 588,03	4,6593	137,75	4,2323	
2014 Avril	1,4831	3,0864	1,5181	8,5984	10,7107	83,3624	15 801,66	4,8010	141,62	4,4989	
Mai	1,4755	3,0512	1,4951	8,5658	10,6456	81,4318	15 830,12	4,7600	139,74	4,4337	
Juin	1,4517	3,0388	1,4728	8,4698	10,5365	81,2046	16 167,87	4,6966	138,72	4,3760	
Juillet	1,4420	3,0109	1,4524	8,3940	10,4935	81,3058	15 789,65	4,6325	137,72	4,3100	
Août	1,4306	3,0219	1,4548	8,1965	10,3207	81,0709	15 603,10	4,6569	137,11	4,2310	
Septembre	1,4246	3,0089	1,4196	7,9207	10,0019	78,5676	15 362,85	4,6896	138,39	4,1522	
Octobre	1,4436	3,1018	1,4214	7,7635	9,8309	77,7896	15 389,80	4,7249	136,85	4,1436	
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Octobre	1,3	3,1	0,1	-2,0	-1,7	-1,0	0,2	0,8	-1,1	-0,2	
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Octobre	0,8	3,9	0,6	-6,7	-7,0	-7,4	1,9	-2,0	2,6	-4,3	
	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 États-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
2014 T1	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1 465,34	1,2237	44,722	1,3696
T2	17,8171	1,5923	8,2049	60,464	47,9415	1,7178	14,4616	1 410,80	1,2192	44,510	1,3711
T3	17,3879	1,5731	8,2754	58,073	48,0583	1,6584	14,2700	1 361,10	1,2115	42,563	1,3256
2014 Avril	18,0485	1,6049	8,2506	61,646	49,2978	1,7345	14,5815	1 441,28	1,2189	44,657	1,3813
Mai	17,7620	1,5957	8,1513	60,258	47,8403	1,7189	14,2995	1 407,13	1,2204	44,686	1,3732
Juin	17,6516	1,5769	8,2149	59,543	46,7509	1,7008	14,5094	1 385,45	1,2181	44,195	1,3592
Juillet	17,5834	1,5578	8,3880	58,844	46,9984	1,6825	14,4366	1 382,29	1,2150	43,470	1,3539
Août	17,5051	1,5783	8,2522	58,320	48,1781	1,6622	14,2052	1 364,17	1,2118	42,644	1,3316
Septembre	17,0717	1,5841	8,1798	57,033	49,0519	1,6295	14,1578	1 336,02	1,2076	41,536	1,2901
Octobre	17,0713	1,6090	8,3136	56,807	51,9380	1,6154	14,0266	1 345,25	1,2078	41,139	1,2673
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Octobre	0,0	1,6	1,6	-0,4	5,9	-0,9	-0,9	0,7	0,0	-1,0	-1,8
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Octobre	-3,8	-1,6	2,4	-3,4	18,7	-4,7	3,7	-7,5	-1,9	-3,3	-7,1

Source : BCE.



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
2014 T2	-1,6	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,3	1,7
T3	-1,2	0,7	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,1	1,5	0,2	1,5
2014 Juillet	-1,1	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	1,5	0,4	1,6
Août	-1,0	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	1,3	0,2	1,5
Septembre	-1,4	0,8	0,3	0,2	0,0	-0,5	-0,2	1,8	0,0	1,2
Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB										
2011	-2,0	-2,9	-2,1	-7,7	-9,0	-5,5	-4,9	-5,5	-0,1	-7,6
2012	-0,5	-4,0	-3,9	-5,6	-3,2	-2,3	-3,7	-3,0	-0,9	-8,3
2013	-1,2	-1,3	-0,7	-5,2	-2,6	-2,4	-4,0	-2,2	-1,3	-5,8
Dettes publiques brutes en pourcentage du PIB										
2011	15,7	41,0	46,4	59,9	37,3	81,0	54,8	34,2	36,1	81,9
2012	18,0	45,5	45,6	64,4	39,9	78,5	54,4	37,3	36,4	85,8
2013	18,3	45,7	45,0	75,7	39,0	77,3	55,7	37,9	38,6	87,2
Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2014 Avril	3,44	2,00	1,57	4,41	3,26	5,56	4,10	5,15	2,06	2,30
Mai	3,18	1,73	1,47	4,31	2,98	5,01	3,80	4,72	1,88	2,27
Juin	3,11	1,55	1,38	3,94	2,92	4,50	3,54	4,48	1,80	2,35
Juillet	3,38	1,49	1,24	3,72	2,90	4,33	3,34	4,16	1,60	2,31
Août	3,41	1,38	1,07	3,68	2,61	4,73	3,36	4,21	1,53	2,12
Septembre	3,26	1,21	0,96	3,57	2,42	4,59	3,10	4,09	1,51	2,08
Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2014 Avril	0,83	0,37	0,31	0,83	0,41	2,94	2,72	2,74	0,91	0,53
Mai	0,83	0,37	0,35	0,87	0,41	2,55	2,72	2,62	0,92	0,53
Juin	0,81	0,35	0,36	0,89	0,38	2,50	2,69	2,24	0,85	0,54
Juillet	0,76	0,35	0,38	0,87	0,35	2,29	2,68	1,97	0,52	0,56
Août	0,72	0,35	0,37	1,01	0,33	2,06	2,65	1,92	0,52	0,56
Septembre	0,70	0,35	0,29	1,16	0,24	1,98	2,45	2,52	0,48	0,56
PIB en volume¹⁾										
2012	0,5	-0,8	-0,8	-2,2	3,8	-1,7	2,0	0,5	-0,3	0,7
2013	1,1	-0,7	-0,1	-0,9	3,3	1,1	1,6	3,5	1,5	1,7
2013 T4	1,9	1,1	0,7	-0,9	3,1	2,9	2,5	5,0	2,8	2,7
2014 T1	1,5	2,6	0,6	-0,4	.	3,3	3,5	3,7	1,7	2,9
T2	1,8	2,5	1,1	-1,0	.	3,7	3,3	1,5	2,6	3,2
Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB²⁾										
2012	.	-0,2	5,5	0,2	1,8	4,4	-1,4	-3,0	5,6	-3,7
2013	3,7	-0,1	7,1	1,3	4,6	7,7	0,9	1,3	6,4	-4,3
2013 T4	-2,1	0,4	8,3	-6,7	9,2	8,9	1,2	0,7	5,4	-4,5
2014 T1	-0,3	10,0	3,5	-16,0	.	7,6	0,1	5,2	6,6	-4,2
T2	3,1	-2,7	6,4	.	.	6,4	3,1	-0,5	4,8	-4,8
Dettes extérieures brutes en pourcentage du PIB²⁾										
2012	.	60,1	177,7	102,7	77,8	158,2	72,3	75,3	187,4	.
2013	94,5	62,8	174,5	105,3	69,7	144,8	70,0	68,9	182,0	.
2013 T4	94,5	62,9	174,5	105,3	69,7	148,6	71,1	68,9	182,0	.
2014 T1	93,4	64,6	170,0	107,5	.	147,8	70,6	65,4	191,7	.
T2	93,0	66,7	168,3	.	.	149,2	71,7	63,4	191,5	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre¹⁾										
2012	4,5	2,6	1,9	-0,2	2,2	2,5	1,5	2,5	4,1	2,4
2013	7,2	0,5	1,4	1,4	3,0	3,9	0,1	4,5	1,1	1,5
2013 T4	2,7	-2,1	0,7	1,8	3,2	3,3	-3,8	2,6	-0,1	1,0
2014 T1	-0,3	1,4	1,4	-5,5	4,9	3,2	-3,3	0,9	1,3	0,8
T2	-1,3	1,0	0,7	.	4,3	1,9	-3,4	0,1	1,9	-0,8
Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)										
2012	12,3	7,0	7,5	16,1	13,4	10,9	10,1	6,9	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,3	11,8	10,2	10,3	7,0	8,0	7,6
2014 T2	11,5	6,2	6,5	16,9	11,4	8,0	9,2	6,9	8,0	6,3
T3	11,3	5,9	6,6	16,3	11,4	.	8,8	7,0	7,8	.
2014 Juillet	11,3	5,8	6,6	16,5	11,5	7,8	8,9	7,1	7,8	6,0
Août	11,3	6,3	6,6	16,4	11,4	7,6	8,8	7,1	8,0	.
Septembre	11,3	5,7	6,6	16,1	11,3	.	8,7	6,9	7,7	.

Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

1) Les données pour la Hongrie et la Pologne sont établies selon le SEC 95. Les données relatives aux coûts unitaires de main-d'œuvre pour la Croatie sont établies selon le SEC 95.

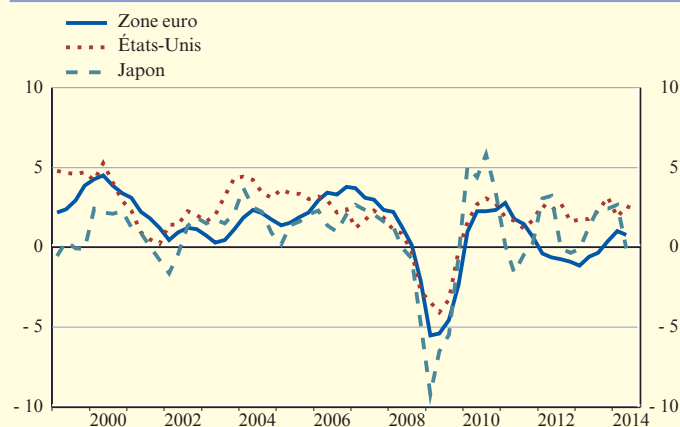
2) Les données pour la Croatie et la Roumanie sont établies selon le 5^e Manuel de la balance des paiements.

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 ⁴⁾ ; fin de période	Taux de change ⁵⁾ des monnaies nationales pour un euro	Déficit (-)/ excédent (+) public (en % du PIB)	Dette publique ⁶⁾ (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2010	1,6	-1,3	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,1	1,6	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,7	2,3	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,0	86,5
2013	1,5	0,3	2,2	2,9	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3281	-5,7	87,8
2013 T3	1,6	1,2	2,3	2,7	7,2	6,5	0,26	2,91	1,3242	-6,3	86,6
2013 T4	1,2	-2,0	3,1	3,2	7,0	6,0	0,24	3,27	1,3610	-4,9	87,8
2014 T1	1,4	2,5	1,9	2,3	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-5,0	88,6
2014 T2	2,1	1,6	2,6	3,8	6,2	6,5	0,23	2,74	1,3711	-5,1	.
2014 T3	1,8	.	2,3	4,4	6,1	6,4	0,23	2,73	1,3256	.	.
2014 Juin	2,1	-	-	3,8	6,1	6,5	0,23	2,74	1,3592	-	-
2014 Juillet	2,0	-	-	5,1	6,2	6,6	0,23	2,80	1,3539	-	-
2014 Août	1,7	-	-	3,9	6,1	6,4	0,23	2,58	1,3316	-	-
2014 Septembre	1,7	-	-	4,1	5,9	6,3	0,23	2,73	1,2901	-	-
2014 Octobre	.	-	-	.	.	.	0,23	2,56	1,2673	-	-
Japon											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,5	0,6	4,3	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,5	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	.	.
2013 T3	0,9	-1,9	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
2013 T4	1,4	-0,9	2,4	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2014 T1	1,5	-2,1	2,7	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
2014 T2	3,6	1,7	0,0	2,6	3,6	3,2	0,13	0,72	140,00	.	.
2014 T3	3,3	.	.	-1,0	.	3,0	0,13	0,66	137,75	.	.
2014 Juin	3,6	-	-	3,1	3,7	3,0	0,13	0,72	138,72	-	-
2014 Juillet	3,4	-	-	-0,7	3,8	3,0	0,13	0,67	137,72	-	-
2014 Août	3,3	-	-	-3,3	.	3,0	0,13	0,62	137,11	-	-
2014 Septembre	3,2	-	-	0,6	.	3,0	0,12	0,66	138,39	-	-
2014 Octobre	.	-	-	.	.	.	0,11	0,60	136,85	-	-

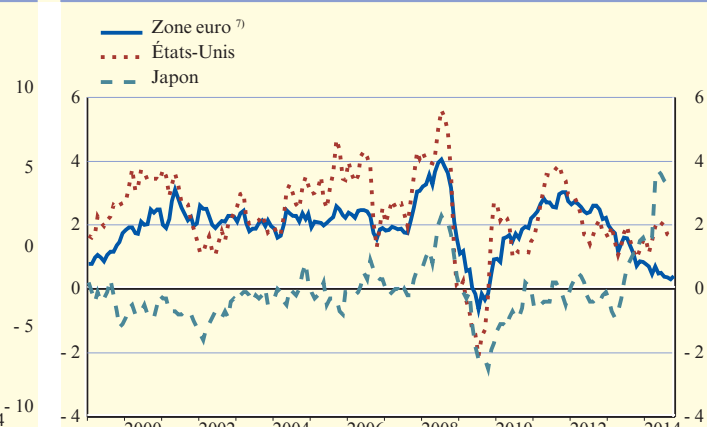
G43 PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



G44 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 à l'IPCH 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	Dépôts des sociétés d'assurance et des fonds de pension	S17
G10	Dépôts des autres intermédiaires financiers	S17
G11	Dépôts des sociétés non financières	S18
G12	Dépôts des ménages	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Dette et valeur nette des ménages	S33
G16	Dette et levier d'endettement des sociétés non financières	S33
G17	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S34
G18	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S36
G19	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S37
G20	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G21	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S39
G22	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S40
G23	Nouveaux dépôts à terme	S42
G24	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S42
G25	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S43
G26	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S43
G27	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S44
G28	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S44
G29	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S45
G30	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S54
G31	Chômage et taux d'emplois vacants	S54
G32	Dette par instruments financiers	S56
G33	Dette par détenteurs	S56
G34	Variation de la dette	S57
G35	Encours des actifs et des passifs des administrations publiques	S57
G36	Balance des paiements de la zone euro : compte des transactions courantes	S60
G37	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S60
G38	Position extérieure de la zone euro	S64
G39	Position des investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S64
G40	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S69
G41	Taux de change effectifs	S72
G42	Taux de change bilatéraux	S72
G43	PIB en volume	S75
G44	Indices des prix à la consommation	S75



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 :

$$e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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 :

$$f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

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 :

$$g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 :

$$i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

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 :

$$j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

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, 3.2 et 3.3 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.

TAUX DE CROISSANCE ANNUELS DES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

Le taux de croissance annuel $g(f_t)$ des transactions financières est calculé comme suit :

$$k) \quad g(f_t) = \left(\frac{\sum_{i=0}^3 f_{t-i}}{F_{t-4}} \right) \times 100$$

où f_t représente les transactions du trimestre t , et F_{t-4} la valeur de l'encours de fin de trimestre quatre trimestres plus tôt.

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 :

$$l) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

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 :

$$m) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$n) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 :

$$o) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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 :

$$p) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

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 :

$$q) a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + N_{t-i}^M / L_{t-1-i} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$r) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

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.

TABLEAU I DE LA SECTION 7.2**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 précorrigées 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 précorrigées. 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 :

$$s) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.

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)



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'arrêté 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 novembre 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 Slovaquie 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 (sauf indication contraire) 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 des comptes et dans le *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale* 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 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.

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>).

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 du SEBC, 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 fonds d'investissement (autres que les fonds d'investissement 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 fonds d'investissement 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 de fonds d'investissement 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/2008/32 ². 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 fonds d'investissement de la zone euro (autres que les fonds d'investissement monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un fonds d'investissement 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 fonds d'investissement de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des fonds d'investissement incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres fonds d'investissement. Les titres émis par les fonds d'investissement sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (fonds d'investissement « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres fonds d'investissement »), et par catégories (fonds ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les fonds d'investissement de la zone euro. Cette section

² JO L 15, 20.01.2009.

contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les fonds d'investissement 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 fonds d'investissement 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 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 ;

³ JO L 211, 11.08.2007.

⁴ JO L 15, 20.01.2009.

(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, notamment les réévaluations (par exemple, résultant de l'incidence des variations des prix des actifs) sont illustrées.

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 fonds d'investissement (autres que les fonds d'investissement monétaires), les autres institutions financières (AIF, y compris les auxiliaires financiers et les institutions financières dites « captives ») et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

La section 3.2 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 et non 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 la section 3.1.

Les sections 3.3 et 3.4 recensent des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des revenus et des comptes d'accumulation, respectivement, des sociétés non financières et des sociétés financières, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique.

La section 3.5 présente des indicateurs synthétiques et des graphiques pour les ménages et les sociétés non financières.

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'Eurosysteme.

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. 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.

5 L. E. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper* n° 1051, Londres (1994).

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 conjoncturelles⁶. 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 spécifiques⁷, 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 2007⁸. 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 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

6 JO L 162, 05.06.1998.

7 JO L 393, 30.12.2006.

8 JO L 155, 15.06.2007.

9 JO L 69, 13.03.2003.

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'œuvre ⁹ et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003 ¹⁰ 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 2010 ¹¹. À compter de septembre 2014, le règlement actualisé SEC 2010 remplace le SEC 95 et devient obligatoire dans les États membres de l'UE. Comme par le passé, le nouveau règlement définit la méthodologie relative aux normes, définitions, nomenclatures et règles comptables communes utilisées pour élaborer les comptes nationaux et les tableaux dans l'UE ainsi que le programme de transmission des données fixant les délais dans lesquels les États membres doivent fournir leurs données. Le SEC 2010 emploie également des concepts liés à d'autres nomenclatures statistiques, par exemple la NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en novembre 2014.

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.

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 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 2010.

¹⁰ JO L 169, 08.07.2003.

¹¹ JO L 174, 26.06.2013.

¹² JO L 267, 06.09.2014.

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 3 juin 2014 relative aux statistiques de finances publiques (BCE/2014/21)¹². Les données harmonisées fournies par les BCN sont régulièrement mises à jour. Les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques (section 6.1) incluent les transactions avec le budget de l'UE (par exemple, les subventions agricoles).

Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.1 à 6.3 sont fournis par Eurostat et peuvent ne pas correspondre totalement aux données annuelles, en raison par exemple de différences dans les dates d'arrêté des données et de l'exclusion des transactions du budget de l'UE des données trimestrielles.

Les agrégats mensuels de la zone euro figurant dans la section 6.4 sont calculés par la BCE sur la base des informations titre par titre fournies par la base de données centralisées sur les titres (*Centralised Securities Database – CSDB*) du SEBC¹³.

Les données de chaque pays de la zone euro figurant dans la section 6.5 sont établies sur la base des données d'Eurostat (pour le déficit/excédent et la dette des administrations publiques) et de la CSDB (pour le service de la dette et les rendements nominaux moyens). Les données annuelles figurant dans la section 6.5 relatives au déficit/excédent et à la dette des administrations publiques sont présentées à la Commission européenne conformément au règlement (UE) n° 220/2014 de la Commission du 7 mars 2014 modifiant le règlement (CE) n° 479/2009 du Conseil en ce qui concerne les références au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne.

BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

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)¹⁴ a été adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cet acte juridique définit les 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).

Selon les conventions de signes du compte de transactions courantes et du compte de capital de la balance des paiements (cf. tableaux des sections 7.1, 7.2 et 7.4), les excédents et les transactions figurant au débit et au crédit sont présentés avec un signe positif, tandis que les déficits sont assortis d'un signe négatif. En ce qui concerne le compte financier de la balance des paiements (cf. tableaux des sections 7.1, 7.3 et 7.4), un signe positif représente une augmentation nette des avoirs ou des engagements et un signe négatif une diminution nette.

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.

¹³ Cf. la note méthodologique *Debt securities issuance and service by EU governments*, sur le site internet de la BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).
¹⁴ JO L 65, 03.03.2012.

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 4 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 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, à des fins statistiques, comme résidant à l'extérieur de 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.

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. La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise généralement les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (par exemple, les prêts et les dépôts).

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. Dans le tableau 2, les colonnes 6 et 12 se rapportent, respectivement, aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro. Ces concepts d'investissements directs sont tirés de la précédente édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI (BPM5)* et visent à faire le lien entre les concepts des deux manuels.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « monnaie fiduciaire et dépôts » et « prêts » 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, ainsi que la dette extérieure nette (c'est-à-dire la dette extérieure brute moins les avoirs extérieurs).

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 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. Pour de plus amples détails, cf. le tableau 1 du *Rapport 2009 sur la qualité des statistiques de balance des paiements et de position extérieure de la zone euro*, BCE, mars 2010.

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 quatre 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, 6 MARS, 3 AVRIL, 8 MAI 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 %.

5 JUIN 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 10 points de base, à 0,15 % à compter de l'opération devant être réglée le 11 juin 2014. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 35 points de base, à 0,40 %, et celui de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,10 %, avec effet au 11 juin 2014. Il décide également d'adopter de nouvelles mesures non conventionnelles, notamment : (1) de conduire une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*) d'échéance septembre 2018, visant à renforcer l'activité de prêts bancaires au secteur privé non financier, dont le taux d'intérêt sera fixe, sur la durée totale de l'opération, et correspondra au taux appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur au moment de l'obtention des fonds, plus un *spread* fixe de 10 points de base ; (2) de continuer de conduire ses opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves se terminant en décembre 2016 ; (3) de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir avant la fin de la période de constitution s'achevant en décembre 2016 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, avec allocation intégrale ; (4) de suspendre les opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres ; (5) d'accélérer les travaux préparatoires relatifs aux achats fermes sur le marché des ABS.

3 JUILLET, 7 AOÛT 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, 0,15 %, 0,40 % et -0,10 %.



4 SEPTEMBRE 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 10 points de base, à 0,05 %, à compter de l'opération devant être réglée le 10 septembre 2014. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt de 10 points de base, à 0,30 % et - 0,20 %, respectivement, avec effet au 10 septembre 2014. Il décide également (a) de se porter acquéreur d'un large portefeuille de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*, ABS) simples et transparents, ayant pour actifs sous-jacents des créances vis-à-vis du secteur privé non financier de la zone euro, dans le cadre d'un programme d'achat d'ABS (*ABS purchase programme*, ABSPP) et (b) de faire également l'acquisition d'un large portefeuille d'obligations sécurisées libellées en euros et émises par les IFM domiciliées dans la zone euro, dans le cadre d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programme*, CBPP3). Les interventions au titre de ces deux programmes débuteront en octobre 2014.

2 OCTOBRE 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, 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %. Il définit également les modalités opérationnelles des programmes d'achat de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*, ABS) et d'achat d'obligations sécurisées.

6 NOVEMBRE 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, 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %.



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.



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'acquies 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'Eurosystème 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 : Banque de France

Dépôt légal : Novembre 2014

