



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



## BULLETIN MENSUEL AVRIL 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 2 avril 2014.*

ISSN 1561-0306 (version papier)

ISSN 1725-2989 (internet)



# TABLE DES MATIÈRES

<b>ÉDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES</b>	
1 Environnement extérieur de la zone euro	9
Encadré 1 Le taux de chômage est-il un bon indicateur des évolutions du marché du travail aux États-Unis ?	12
2 Évolutions monétaires et financières	19
Encadré 2 Évolutions récentes des émissions de titres de créance par les sociétés non financières de la zone euro	24
Encadré 3 Le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème pour les opérations de politique monétaire	30
3 Prix et coûts	40
Encadré 4 Les problèmes potentiels de mesure dans les indices des prix à la consommation	42
4 Production, demande et marché du travail	48
Encadré 5 La sous-utilisation des capacités productives dans l'économie de la zone euro	49
Encadré 6 Les facteurs à l'origine du recul et du redressement de l'investissement des entreprises	56
Encadré 7 Croissance de la valeur ajoutée sectorielle dans la zone euro et indice des directeurs d'achat	60
<b>ARTICLES</b>	
La <i>forward guidance</i> de la BCE	69
Les multiplicateurs budgétaires et le calendrier retenu pour procéder à l'assainissement budgétaire	79
<b>STATISTIQUES DE LA ZONE EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANNEXES</b>	
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 <sup>e</sup> version révisée)
CUM	Coûts unitaires de main-d'œuvre
CUMIM	Coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière
cvs	Corrigé des variations saisonnières
FAB	Franco à bord à la frontière de l'exportateur
FBCF	Formation brute de capital fixe
FMI	Fonds monétaire international
HWWI	Institut de recherches économiques de Hambourg
IFM	Institution(s) financière(s) monétaire(s)
IME	Institut monétaire européen
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Indice des prix à la production
NACE Rév. 2	Nomenclature générale des activités économiques dans les Communautés européennes
NEM	Nouveaux États membres
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIT	Organisation internationale du travail
PECO	Pays d'Europe centrale et orientale
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes nationaux 1995
TCE	Taux de change effectif
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
ZE	Zone euro

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



## ÉDITORIAL

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 3 avril 2014, de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les informations disponibles confirment que la reprise modérée de l'économie de la zone euro se poursuit conformément à l'évaluation précédente du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, les informations récentes continuent de conforter l'anticipation du Conseil des gouverneurs d'une période prolongée de faible inflation, suivie d'une remontée graduelle des taux de l'inflation mesurée par l'IPCH. Les signaux provenant de l'analyse monétaire confirment le diagnostic de tensions sous-jacentes modérées sur les prix à moyen terme dans la zone euro. Les anticipations d'inflation à moyen et long terme pour la zone euro restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Dans la période à venir, le Conseil des gouverneurs suivra très attentivement les évolutions et considérera tous les instruments à sa disposition. Le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à conserver l'orientation largement accommodante de la politique monétaire et à agir rapidement si nécessaire. En conséquence, il n'exclut pas un nouvel assouplissement de la politique monétaire et réitère fermement qu'il continue de prévoir le maintien des taux d'intérêt directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Cette anticipation est fondée sur le maintien à moyen terme de perspectives d'inflation globalement modérées, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie, du niveau élevé des capacités inutilisées et de l'atonie de la création de monnaie et de crédit. Parallèlement, le Conseil des gouverneurs suit attentivement les évolutions sur les marchés monétaires. Il affirme unanimement son engagement à recourir également à des instruments non conventionnels dans le cadre de son mandat afin de faire face efficacement aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation.

En ce qui concerne l'analyse économique, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,2 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2013, après 0,1 % au troisième trimestre et 0,3 % au deuxième. Les données d'enquêtes relatives au premier trimestre de cette année vont dans le sens de la poursuite d'une croissance modérée, confirmant les anticipations antérieures selon lesquelles la reprise en cours serait de plus en plus soutenue par le raffermissement de la demande intérieure. Par la suite, la demande intérieure devrait continuer de se redresser, à la faveur de l'orientation accommodante de la politique monétaire, des effets de l'amélioration actuelle des conditions de financement sur l'économie réelle et des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, les revenus réels sont soutenus par des évolutions modérées des prix, en particulier par la baisse des prix de l'énergie. L'activité économique devrait également bénéficier d'un renforcement graduel de la demande extérieure adressée à la zone euro. Cela étant, même si le marché du travail a affiché les premiers signes d'une amélioration, le chômage demeure important dans la zone euro et, globalement, le niveau des capacités productives inutilisées est élevé. En outre, le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur le rythme de la reprise économique.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse. Les évolutions sur les marchés financiers internationaux et dans les économies de marché émergentes ainsi que des risques géopolitiques pourraient influencer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à une demande intérieure plus faible que prévu et à une mise en œuvre insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro ainsi qu'à un ralentissement de la croissance des exportations.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,5 % en mars 2014, après 0,7 % en février. Cette baisse reflète un fléchissement des taux de

variation annuels des composantes produits alimentaires, biens et services, partiellement compensé par une baisse plus modérée des prix de l'énergie. Sur la base des taux de change courants et des cours constatés des contrats à terme sur l'énergie, la hausse annuelle de l'IPCH devrait se renforcer quelque peu en avril, en partie en raison de la volatilité des prix des services au cours de la période de Pâques. Durant les mois suivants, l'inflation en rythme annuel devrait rester faible, avant de se redresser progressivement en 2015 pour atteindre des niveaux plus proches de 2 % vers fin 2016. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et long terme demeurent solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

Le Conseil des gouverneurs considère que les risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pesant sur les perspectives d'évolution des prix demeurent limités et globalement équilibrés à moyen terme. Dans ce contexte, les éventuelles répercussions des risques géopolitiques et des évolutions du taux de change feront l'objet d'un suivi attentif.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données relatives à février 2014 font état d'une expansion sous-jacente atone de la monnaie au sens large (M3). La croissance annuelle de M3 est restée globalement stable en février, s'établissant à 1,3 %, après 1,2 % en janvier. La croissance de l'agrégat monétaire étroit M1 est restée robuste à 6,2 % en février, après 6,1 % en janvier. Le principal facteur soutenant la croissance annuelle de M3 a encore été la progression de la position extérieure nette des IFM, qui reflète le vif intérêt des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro.

Les prêts des IFM au secteur privé ont encore diminué en février. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à -3,1 %, après -2,8 % en janvier. La faible dynamique des prêts aux sociétés non financières continue de traduire le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit ainsi que l'ajustement en cours des bilans dans les secteurs financier et non financier. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est inscrit à 0,4 % en février 2014, soit un niveau globalement inchangé depuis début 2013.

Depuis l'été 2012, le financement des banques s'est considérablement amélioré. Afin de garantir une transmission adéquate de la politique monétaire aux conditions de financement dans les pays de la zone euro, il est essentiel que la résorption de la fragmentation des marchés du crédit de la zone euro se poursuive et que la résilience des banques soit renforcée lorsque cela est nécessaire. Tel est l'objectif de l'évaluation complète actuellement effectuée par la BCE.

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

En ce qui concerne les finances publiques, les pays de la zone euro ont réalisé des progrès importants en matière de correction des déséquilibres budgétaires. Il leur appartient de ne pas compromettre l'assainissement réalisé jusqu'à présent et de placer leur ratio d'endettement public élevé sur une trajectoire baissière à moyen terme, conformément au Pacte de stabilité et de croissance. Les choix stratégiques en matière de finances publiques doivent garantir un assainissement budgétaire propice à la croissance, qui améliore la qualité et l'efficacité des services publics tout en réduisant au minimum les effets de distorsion créés par la fiscalité. De nouvelles avancées décisives sont nécessaires en matière de réformes des marchés des biens et services et des marchés du travail, afin d'améliorer

la compétitivité, d'augmenter la croissance potentielle, de créer des opportunités d'emploi et d'accroître la flexibilité des économies de la zone euro.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient deux articles. Le premier article examine les motivations à l'origine de la décision des banques centrales de fournir des indications sur l'orientation future de la politique monétaire (*forward guidance*), et analyse les raisons et l'efficacité d'une telle démarche en ce qui concerne la BCE. Le second article traite du débat sur les multiplicateurs budgétaires à court terme et de l'incidence à moyen et à long terme de l'assainissement budgétaire sur la soutenabilité de la dette et la production.





# ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

## I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

*La reprise progressive de l'activité mondiale se poursuit, en dépit du léger ralentissement observé au début de l'année, principalement lié à des facteurs temporaires. L'inversion de la dynamique de la croissance se poursuit entre les différentes régions, son rythme se renforçant dans les économies avancées, tandis que l'incertitude économique et géopolitique pèse sur les perspectives d'activité dans les économies de marché émergentes. L'inflation et les tensions inflationnistes mondiales restent modérées.*

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

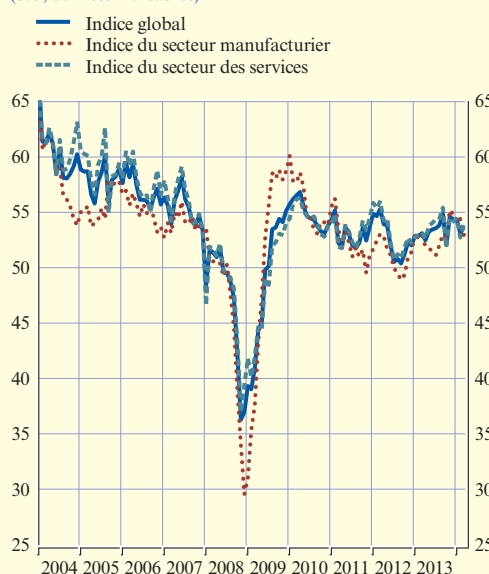
À l'échelle mondiale, l'activité économique continue de se redresser à un rythme progressif, en dépit d'une certaine faiblesse temporaire depuis le début de l'année. Cette faiblesse est liée à des facteurs ponctuels, tels que les conditions météorologiques défavorables aux États-Unis et les effets du Nouvel An chinois. L'inversion de la dynamique de la croissance se poursuit entre les différentes régions, son rythme se maintenant dans les économies avancées tandis qu'il se ralentit dans les principales économies de marché émergentes où l'incertitude économique et géopolitique pèse sur les perspectives de croissance à court et à moyen terme. L'incidence du conflit entre l'Ukraine et la Russie sur les marchés financiers et de matières premières mondiaux a été jusqu'ici relativement limitée. Les indicateurs de confiance à l'échelle mondiale se sont quelque peu dégradés ces derniers mois, mais demeurent à des niveaux élevés, soutenus par les évolutions dans les économies avancées. L'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier a légèrement fléchi, revenant à 52,4 en mars après 53,2 en février, confirmant le ralentissement attendu de l'activité mondiale au premier trimestre. Hors zone euro, l'indice composite mondial des directeurs d'achat a également fléchi (cf. graphique 1).

Les indicateurs prospectifs continuent d'aller dans le sens d'une reprise progressive et inégale de l'économie mondiale. La composante de l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier relative aux nouvelles commandes a conservé sa vigueur en mars, malgré une légère baisse par rapport à février. Dans le même temps, l'indicateur composite avancé de l'OCDE, censé anticiper les points de retournement de l'activité économique par rapport à la tendance, a fait état en janvier d'une accélération de la croissance dans la plupart des principaux pays de l'OCDE, notamment aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, mais de la poursuite d'un ralentissement dans les principales économies de marché émergentes (cf. graphique 2).

La croissance des échanges commerciaux reste modeste. La dynamique du commerce mondial a légèrement faibli en janvier. Selon le Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), les importations mondiales de biens en volume ont augmenté de 1,2% en janvier (1,3% en décembre), en glissement sur trois mois. Ce léger ralentissement est essentiellement imputable aux États-Unis et aux pays émergents d'Asie (en partie sous l'effet de facteurs spécifiques et ponctuels tels que les conditions météorologiques défavorables et l'incidence du Nouvel An chinois) ainsi qu'à des informations plus négatives relatives aux échanges en provenance d'Amérique latine. En revanche, les importations de marchandises

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

(cvs ; données mensuelles)



Source : Markit.

se sont redressées au Japon et dans les PECO. En mars 2014, l'indice global des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a légèrement progressé, dénotant une reprise continue mais modérée du commerce mondial.

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

## 1.2 ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

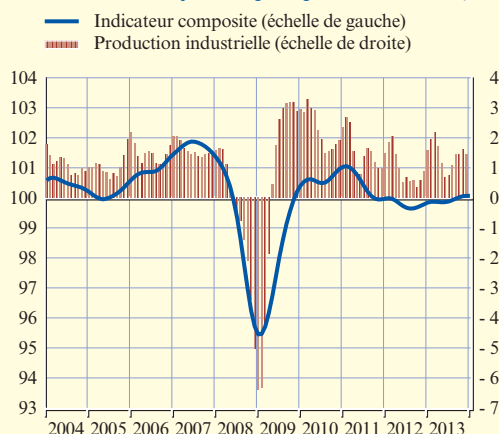
L'inflation reste faible, en particulier dans les économies avancées. Dans la zone OCDE, la hausse annuelle des prix à la consommation s'est inscrite en baisse à 1,4 % en février 2014, après 1,7 % en janvier, essentiellement en raison d'une contribution négative des prix de l'énergie.

L'inflation s'est ralentie dans la plupart des économies avancées, à l'exception du Japon, tandis que la situation a été relativement contrastée et volatile dans les économies de marché émergentes, la hausse des prix s'atténuant en Chine et en Inde mais s'accroissant en Russie et au Brésil. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle est restée stable dans les pays de l'OCDE, ressortant à 1,6 % en février pour le quatrième mois consécutif (cf. tableau 1).

Les perspectives en matière d'inflation mondiale sont fortement influencées par les évolutions des prix des matières premières et, davantage encore, par les prix de l'énergie. Les cours du *Brent* ont été relativement stables sur les derniers mois, se situant autour de 106-111 dollars le baril (cf. graphique 3). Le 2 avril 2014, le cours du *Brent* s'établissait à 107 dollars le baril, soit un niveau inférieur de quelque 3 % à celui enregistré un an auparavant. S'agissant des fondamentaux, les conditions mondiales d'offre et de demande continuent de témoigner d'un marché pétrolier relativement bien approvisionné. Selon l'Agence internationale de l'énergie, l'augmentation de la demande mondiale de pétrole en 2014, principalement de la part des pays n'appartenant pas à l'OCDE, devrait s'accompagner

**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.

**Tableau 1** Évolution des prix dans une sélection d'économies

(variations annuelles en pourcentage)

	2012	2013	2013				2014	
			Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Janv.	Fév.
OCDE	2,3	1,6	1,5	1,3	1,5	1,6	1,7	1,4
États-Unis	2,1	1,5	1,2	1,0	1,2	1,5	1,6	1,1
Japon	0,0	0,4	1,1	1,1	1,5	1,6	1,4	1,5
Royaume-Uni	2,8	2,6	2,7	2,2	2,1	2,0	1,9	1,7
Chine	2,6	2,6	3,1	3,2	3,0	2,5	2,5	2,0
Pour mémoire :								
Inflation sous-jacente de l'OCDE <sup>1)</sup>	1,8	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6

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

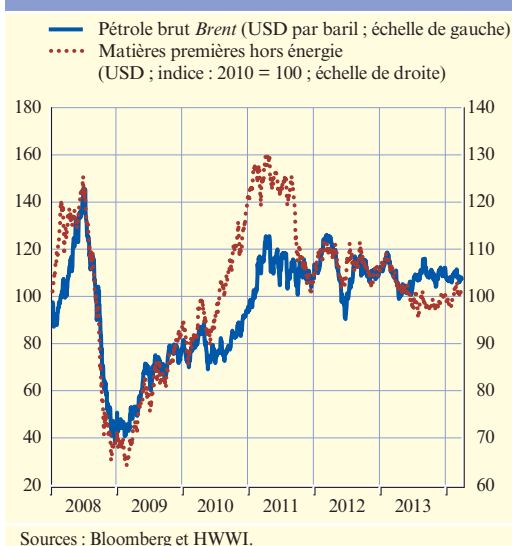
1) Hors produits alimentaires et énergie.

d'une hausse de l'offre hors OPEP, qui est essentiellement imputable à la poursuite d'une forte croissance de l'offre de pétrole de schiste des États-Unis. Dans le même temps, la production de pétrole brut de l'OPEP, qui a connu de fortes perturbations ces derniers mois, montre des signes de reprise, les niveaux de la production irakienne ayant nettement augmenté en février. Pour la suite, les intervenants de marché s'attendent à une légère baisse des cours du pétrole à moyen terme, les contrats à terme sur le *Brent* d'échéance décembre 2015 se négociant à 99 dollars le baril.

Les prix des matières premières hors énergie sont restés dans l'ensemble relativement stables ces derniers mois. En mars, les prix des métaux ont baissé en raison d'inquiétudes relatives à une moindre croissance de la demande en Chine, tandis que les prix des produits alimentaires ont progressé.

L'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie (libellés en dollars) est actuellement inférieur de quelque 2,6 % au niveau observé un an auparavant.

Graphique 3 Principales évolutions des prix des matières premières



### 1.3 ÉVOLUTIONS DANS UNE SÉLECTION D'ÉCONOMIES

#### ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, la croissance du PIB en volume est restée soutenue au quatrième trimestre 2013 (cf. tableau 2). Selon la troisième estimation du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a augmenté de 2,6 % en rythme annualisé (0,7 % en glissement trimestriel), contre 4,1 % (1,0 % en glissement trimestriel) au trimestre précédent. La croissance a été soutenue par des hausses des dépenses de consommation privée, de l'investissement non résidentiel et des exportations plus importantes qu'au trimestre précédent, tandis que la contribution de la constitution de stocks a été neutre après une forte contribution positive au trimestre précédent. L'investissement résidentiel et la dépense publique ont fléchi, le recul étant dû pour cette dernière à une réduction des dépenses, aussi bien au niveau fédéral qu'au niveau des États et des administrations locales.

Après des données à haute fréquence relativement médiocres pour janvier, les indicateurs disponibles pour février sont dans l'ensemble plus positifs, présageant un éventuel rebond après le contretemps largement imputable aux conditions météorologiques du début de l'année. Les ventes au détail et la production industrielle ont rebondi en février, après avoir diminué au mois précédent.

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

(variations en pourcentage)

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

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

En outre, les créations d'emplois ont légèrement progressé en février, avec une augmentation des effectifs non agricoles de 175 000 unités, contre 129 000 en janvier. Les secteurs les moins dynamiques sont ceux de l'immobilier résidentiel (où les mises en chantier, les ventes de logements et le climat restent moroses) et du commerce, la croissance des importations et des exportations en volume étant relativement faible en décembre et en janvier. Dans ce contexte, une importante sous-utilisation des capacités persiste aux États-Unis ainsi que l'indique une analyse plus complète de la situation du marché du travail (cf. encadré 1). Dans l'ensemble, toutefois, la croissance de l'activité économique devrait s'accélérer cette année, soutenue par la poursuite du renforcement de la demande intérieure privée, dans un contexte de conditions financières toujours accommodantes et d'amélioration de la confiance, et par une réduction de la pression fiscale.

La hausse annuelle de l'IPC a fléchi de 0,5 point de pourcentage, pour ressortir à 1,1 % en février 2014, reflétant essentiellement le ralentissement de la hausse annuelle des prix de l'énergie, dû en partie à des effets de base. La hausse annuelle de l'IPC hors produits alimentaires et énergie s'est inscrite à 1,6 %, sans changement par rapport à janvier, mais à un niveau légèrement moindre que les 1,7 % enregistrés les quatre mois précédents. Ces derniers mois, l'inflation annuelle, mesurée par le déflateur des dépenses de consommation privée, a enregistré des niveaux plus faibles, proches de 1 %, en partie en raison de pondérations des composantes différentes de celles de l'IPC. Par la suite, la reprise de l'activité économique devrait entraîner une réduction progressive de la sous-utilisation des capacités dans l'économie, ce qui pourrait se traduire par une progression graduelle et modeste de l'inflation.

Dans un contexte d'amélioration globale des perspectives économiques, le Comité fédéral de l'*open market* a annoncé, lors de sa réunion du 19 mars 2014, un ralentissement du rythme de ses achats mensuels d'actifs de 10 milliards de dollars supplémentaires, les ramenant ainsi à 55 milliards par mois à compter d'avril. Cette réduction est répartie de façon égale entre les achats de titres adossés à des créances hypothécaires (de 30 milliards de dollars à 25 milliards) et les obligations du Trésor (de 35 milliards à 30 milliards). Le Comité fédéral de l'*open market* a également révisé son message d'orientation prospective (*forward guidance*) par rapport à janvier, déclarant que, pour déterminer sur quelle durée les taux directeurs demeureraient inchangés, il « tiendra compte d'un grand nombre d'informations, comportant des mesures de la situation sur le marché du travail, des indicateurs des tensions inflationnistes et des anticipations d'inflation, et des données relatives aux évolutions financières ». Néanmoins, le Comité fédéral de l'*open market* a déclaré que « la modification de la *forward guidance* du comité n'était l'indication d'aucun changement de ses intentions annoncées lors de ses déclarations précédentes ».

#### Encadré 1

### LE TAUX DE CHÔMAGE EST-IL UN BON INDICATEUR DES ÉVOLUTIONS DU MARCHÉ DU TRAVAIL AUX ÉTATS-UNIS ?

L'évaluation du marché du travail américain a acquis une grande importance dans le contexte des mesures monétaires non conventionnelles du Système fédéral de réserve. Jusqu'à une époque récente, le Comité fédéral de l'*open market* déclarait dans le cadre de ses indications prospectives (*forward guidance*) qu'il ne relèverait pas les taux d'intérêt tant que le taux de chômage demeurerait supérieur au seuil de 6,5 %. Le 19 mars 2014, alors que le taux de chômage était proche de ce seuil, cette communication a été remplacée par une forme d'orientation qualitative qui comportait toujours une évaluation de la situation du marché du travail<sup>1</sup>. Dans ce contexte, le présent encadré cherche à évaluer la vigueur sous-jacente du marché du travail des États-Unis et à mesurer l'ampleur du sous-emploi.

1 Cf. déclaration du Comité fédéral de l'*open market*, 19 mars 2014, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve.

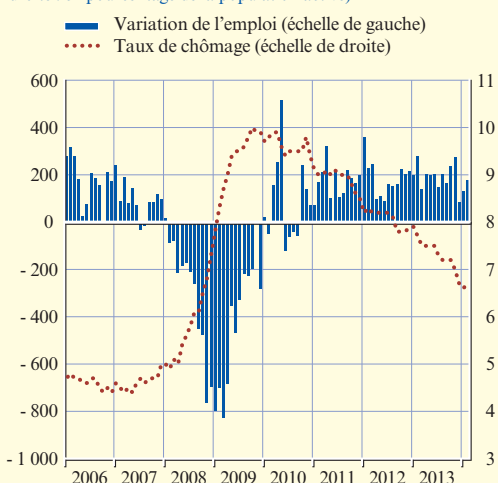
## L'amélioration du marché du travail et la baisse du taux d'activité

En 2013, la reprise sur le marché du travail a encore gagné en vigueur. Les créations d'emplois (mesurées par la variation de l'emploi salarié non agricole) se sont poursuivies à un rythme relativement régulier, avec une moyenne de 194 000 emplois créés chaque mois par l'économie américaine en 2013 (cf. graphique A). Parallèlement, le taux de chômage a diminué, revenant de 7,9 % en décembre 2012 à 6,7 % en février 2014. Cependant, l'amélioration du taux de chômage a découlé principalement d'un recul du taux d'activité (0,8 point de pourcentage en 2013)<sup>2</sup>. Dans le même temps, les mesures plus larges du chômage qui intègrent les « travailleurs découragés<sup>3</sup> » et les travailleurs à temps partiel qui préféreraient travailler à temps plein, ainsi que les chômeurs de longue durée, demeurent élevées. Les évolutions du ratio de l'emploi rapporté à la population (cf. graphique B) et des taux de rotation de la main-d'œuvre (taux d'embauche et de cessation d'emploi) dressent également un tableau moins favorable du marché du travail.

La baisse du taux d'activité constatée ces dernières années fait figure d'exception par rapport aux cycles économiques antérieurs. En particulier, depuis 2009, la reprise n'a pas été associée à une amélioration du taux d'activité, contrairement au profil observé lors de la plupart des reprises antérieures aux États-Unis. En effet, le taux d'activité a reculé de 3,0 points de pourcentage entre décembre 2007 et février 2014. En revanche, le taux d'activité dans la zone euro a progressé de 1,2 point de pourcentage entre fin 2007 et le troisième trimestre 2013, ce qui a immédiatement exercé un impact défavorable sur le taux de chômage. Cette caractéristique peut contribuer à expliquer en partie la divergence observée dans l'évolution du taux de chômage dans la zone euro et aux États-Unis<sup>4</sup>.

**Graphique A** Variation de l'emploi et taux de chômage

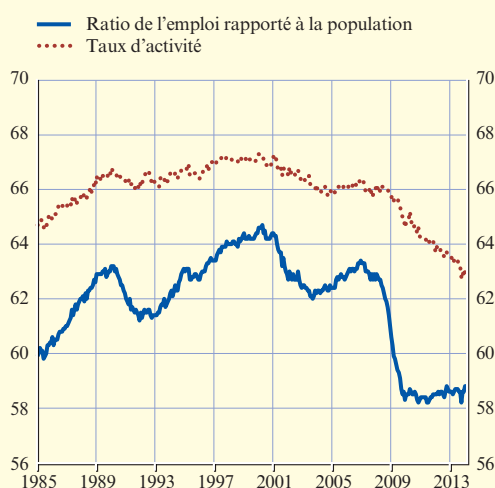
(échelle de gauche : variation mensuelle en milliers ; échelle de droite : en pourcentage de la population active)



Source : Bureau des statistiques sur l'emploi.  
Note : La dernière observation se rapporte à février 2014.

**Graphique B** Ratio de l'emploi rapporté à la population et taux d'activité

(en pourcentage de la population civile)



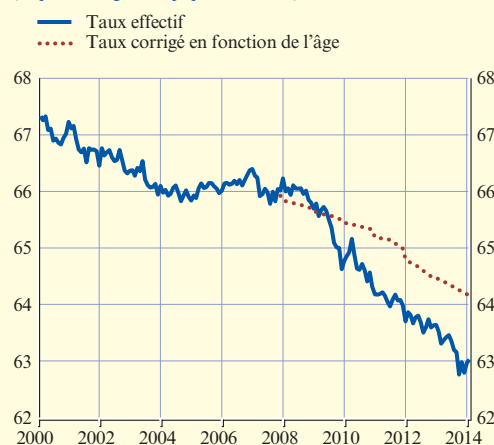
Source : Bureau des statistiques sur l'emploi.  
Note : La dernière observation se rapporte à février 2014.

- Le taux d'activité se définit comme le pourcentage de la population civile hors personnes placées en institution et militaires dans la population active (personnes employées ou cherchant activement un emploi).
- Les « travailleurs découragés » sont les personnes qui n'ont pas recherché activement un emploi au cours des quatre semaines précédant la semaine de référence pour les raisons suivantes : elles ont pensé qu'il n'y avait pas d'offre d'emploi, elles n'ont pas trouvé de travail, elles manquaient de diplômes ou de formation, un employeur potentiel les a jugées trop jeunes ou trop âgées, ou elles ont été l'objet d'autres formes de discrimination.
- Pour une vue d'ensemble des différences constatées en matière d'ajustements du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis depuis le début de la crise financière, cf. l'encadré intitulé *Les évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis depuis le début de la crise financière mondiale* du *Bulletin mensuel* d'août 2013.

Plusieurs raisons peuvent expliquer le recul sans précédent du taux d'activité aux États-Unis depuis décembre 2007. Premièrement, la proportion des personnes âgées de plus de 55 ans dans la population totale a augmenté régulièrement, tandis que celle des personnes âgées de 25 à 54 ans a diminué. Le taux d'activité des personnes plus âgées étant inférieur à celui des personnes plus jeunes, on estime que ces évolutions démographiques ont contribué pour un tiers environ à la baisse du taux d'activité global depuis décembre 2007 (cf. graphique C). Deuxièmement, le recul du taux d'activité s'explique pour partie par le plus grand nombre de bénéficiaires de programmes de sécurité sociale destinés aux personnes handicapées, qui a fortement progressé depuis 2007, beaucoup plus que la tendance d'avant la crise, agissant probablement comme un mécanisme de soutien aux travailleurs victimes de suppressions d'emplois. Des recherches empiriques montrent que les personnes qui deviennent bénéficiaires de pensions d'invalidité ont tendance à rester durablement en dehors de la population active, et à prendre leur retraite dès qu'ils peuvent faire valoir leurs droits<sup>5</sup>. Par conséquent, ces deux premiers facteurs peuvent être considérés comme étant structurels.

**Graphique C Taux d'activité effectif et corrigé en fonction de l'âge**

(en pourcentage de la population civile)



Sources : Bureau des statistiques sur l'emploi et calculs de la BCE. Notes : La mesure corrigée en fonction de l'âge est calculée à partir de 2007 et permet d'obtenir un taux d'activité qui ne varie qu'en fonction des modifications de la population. La dernière observation se rapporte à février 2014.

Un troisième facteur est le fait que le manque d'emplois disponibles a conduit les jeunes à poursuivre leurs études ces dernières années afin d'améliorer leurs chances sur le marché du travail lorsque l'économie se renforcera. En conséquence, la proportion d'étudiants (inscrits dans les établissements d'enseignement du second degré et à l'université) dans la tranche d'âge de 16 à 24 ans, qui ne font de ce fait pas partie de la population active, a fortement augmenté depuis 2007. Ce phénomène devrait être essentiellement conjoncturel, puisque les étudiants réintégreront la population active lorsqu'ils auront achevé leurs études et que les perspectives économiques se seront améliorées. Enfin, la détérioration des perspectives économiques pendant et après la récente récession a entraîné le retrait d'un grand nombre de personnes de la population active. Par conséquent, le nombre de « travailleurs ayant un lien marginal avec l'emploi<sup>6</sup> » et de travailleurs découragés a nettement augmenté. Il existe une grande incertitude quant à la mesure dans laquelle les travailleurs découragés pourraient être durablement exclus de la population active en raison d'une perte de compétences, et l'on ignore si ce facteur se révélera essentiellement structurel ou s'il va s'inverser progressivement.

Les estimations externes disponibles, comme celles des services budgétaires du Congrès (*Congressional Budget Office – CBO*), montrent que les deux tiers du recul de trois points de pourcentage du taux d'activité entre fin 2007 et fin 2013 résultent de facteurs structurels, principalement le vieillissement de la population (1,5 point de pourcentage) et la lenteur de la reprise, qui a conduit les travailleurs découragés à rester durablement hors de la population active (0,5 point de pourcentage)<sup>7</sup>. En revanche, un rapport rédigé par Erceg et Levin en 2013 a conclu

<sup>5</sup> Cf., par exemple, J. Sherk, *Not Looking for Work: Why Labor Force Participation Has Fallen During the Recession*, Backgrounder n° 2722, The Heritage Foundation, septembre 2013.

<sup>6</sup> Les « travailleurs ayant un lien marginal avec l'emploi » sont les personnes qui ont cherché un emploi pendant les douze derniers mois et qui étaient disponibles pour travailler durant la semaine de référence.

<sup>7</sup> Cf. *The Slow Recovery of the Labor Market*, Congressional Budget Office, février 2014.



que l'essentiel du recul était attribuable à des facteurs conjoncturels<sup>8</sup>.

### Mesurer l'ampleur du sous-emploi

Alors que le taux de chômage a diminué, le sous-emploi sur le marché du travail défini par l'écart de chômage (la différence entre le taux de chômage n'accélérant pas l'inflation (NAIRU), estimé par le CBO, et le taux de chômage effectif) s'est réduit rapidement, revenant de -2,4 points de pourcentage au dernier trimestre 2012 à -1,5 point de pourcentage au dernier trimestre 2013 (cf. graphique D). Toutefois, une évaluation plus complète de ce sous-emploi conduirait à ajouter les travailleurs ayant quitté temporairement la population active au décompte de l'écart de chômage. Ces effectifs peuvent être mesurés grâce à l'écart de taux d'activité, défini comme la différence entre la population active potentielle, estimée par le CBO, et la population active réelle. L'écart de taux d'activité reflète la part de la diminution de la population active qui découle de la faiblesse de la demande de main-d'œuvre.

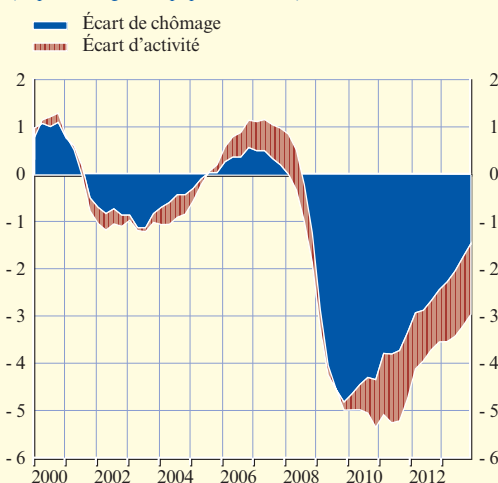
Conjointement, l'écart de taux d'activité et l'écart de chômage font état d'un sous-emploi nettement plus important sur le marché du travail américain que l'écart de chômage considéré isolément (cf. graphique D). Par conséquent, le marché du travail des États-Unis comporte un niveau assez élevé de « réserve d'offre de main-d'œuvre », qui pourrait être absorbée lorsque les perspectives économiques s'amélioreront et que la demande de main-d'œuvre se redressera. Globalement, cela indique que le sous-emploi sur le marché du travail américain a augmenté au cours de la récente récession atteignant un niveau record de 5,4 points de pourcentage au dessous du niveau de plein emploi au dernier trimestre 2010, l'écart de chômage ayant été initialement le principal contributeur. Depuis 2010, l'écart de taux d'activité a joué un rôle plus important dans la détermination du sous-emploi total. Celui-ci a nettement diminué, à 3,0 points de pourcentage au dernier trimestre 2013, essentiellement en raison de la réduction de l'écart de chômage, tandis que l'écart de taux d'activité a continué de se creuser. Il est estimé s'être établi à -1,5 point de pourcentage fin 2013, au même niveau que l'écart de chômage.

### Conclusion

L'analyse présentée dans cet encadré souligne la nécessité d'adopter une perspective plus large dans le suivi des évolutions du marché du travail, et de ne pas se fier uniquement au taux de chômage<sup>9</sup>. Une analyse plus large laisse penser que la situation du marché du travail reste globalement relativement atone et qu'il subsiste un sous-emploi considérable sur le marché du travail aux États-Unis.

Graphique D Écart d'activité et écart de chômage

(en pourcentage de la population active)



Sources : Bureau des statistiques sur l'emploi, CBO et calculs de la BCE.  
Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2013.

<sup>8</sup> Cf. C. Erceg et A. Levin, *Labor Force Participation and Monetary Policy in the Wake of the Great Recession*, document de travail du FMI n° 245, 2013.

<sup>9</sup> Cf. J. Yellen, *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress*, 11 février 2014.

## JAPON

Au Japon, la croissance du PIB en volume a été revue à la baisse pour le quatrième trimestre 2013, à 0,2 %, confirmant ainsi un ralentissement au second semestre 2013. Cette révision a résulté d'une contribution plus faible de la demande intérieure, qui est cependant demeurée robuste et a contribué à hauteur de 0,7 point de pourcentage à la croissance au quatrième trimestre. En revanche, les exportations nettes ont apporté une contribution négative de 0,5 point de pourcentage à la progression trimestrielle du PIB. L'activité devrait s'être redressée au premier trimestre, la demande se renforçant par anticipation avant la hausse des taxes sur la consommation prévue en avril. Toutefois, la progression de la production attendue au premier trimestre devrait être suivie par une contraction au deuxième trimestre, avant une modeste reprise de la croissance au second semestre 2014.

La hausse des prix à la consommation a atteint 1,5 % en rythme annuel en février après 1,4 % en janvier. Au cours des quatre derniers mois, la progression annuelle de l'IPC a montré des signes de stabilisation. La hausse de l'IPC hors produits alimentaires, boissons et énergie s'est également accentuée de 0,1 point de pourcentage en février, ressortant à 0,8 % en rythme annuel. Lors de sa réunion de politique monétaire de mars, la Banque du Japon a décidé de laisser inchangée sa cible de base monétaire.

## ROYAUME-UNI

Le Royaume-Uni a enregistré une croissance économique robuste au cours des derniers trimestres. Les indicateurs tirés des enquêtes auprès des chefs d'entreprise sont demeurés à des niveaux relativement élevés au premier trimestre 2014, laissant penser que la croissance est restée solide en dépit de conditions météorologiques défavorables. La confiance des consommateurs s'est également améliorée et les prix de l'immobilier résidentiel ainsi que la croissance des prêts aux ménages se sont bien rétablis. À moyen terme, toutefois, la reprise devrait rencontrer des obstacles. La relative faiblesse de la dynamique du revenu réel des ménages, liée à l'atonie de la croissance de la productivité, ainsi que la nécessité persistante d'un ajustement des bilans des secteurs public et privé continueront de peser sur la demande intérieure, tandis que les perspectives de croissance des exportations demeurent faibles.

La hausse annuelle de l'IPC s'est ralentie au cours des derniers mois, fléchissant de 0,2 point de pourcentage pour ressortir à 1,7 % en février 2014. Le récent ralentissement de l'inflation a principalement résulté d'une modération de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Au cours des prochains mois, les tensions inflationnistes devraient demeurer modérées, l'inflation restant contenue par les capacités inutilisées dans l'économie ainsi que par les effets décalés de la récente appréciation de la devise britannique. Lors de sa réunion du 6 mars 2014, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir son taux directeur à 0,5 % et le montant de son programme d'achat d'actifs à 375 milliards de livres.

## CHINE

Une large gamme d'indicateurs, notamment la production industrielle, les ventes au détail et l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier font état d'un ralentissement de la croissance en Chine au premier trimestre 2014. Les données relatives aux échanges commerciaux ont été plus négatives que prévu, la croissance annuelle des exportations de biens chutant, en termes nominaux, de 10 % en janvier à - 18 % en février. Toutefois, l'accentuation de la volatilité des taux de progression des échanges commerciaux en début d'année étant un phénomène récurrent lié au Nouvel An chinois, le ralentissement de la croissance des exportations doit donc être interprété avec prudence. La FBCF, qui a encore progressé au cours des deux premiers mois de 2014 par rapport à décembre 2013, a figuré parmi les domaines en expansion. Les indicateurs disponibles laissent penser que le ralentissement



concerne principalement le secteur manufacturier. Les tensions inflationnistes demeurent modérées dans l'ensemble, la hausse annuelle des prix à la consommation étant revenue à 2 % en février et les prix à la production ayant poursuivi leur baisse. La création de crédit a également continué de se ralentir, tout en restant nettement supérieure à la croissance du PIB nominal. Avec un ralentissement de la croissance au début de l'année, l'objectif de croissance officiel fixé à 7,5 % environ pour 2014 sera plus difficile à atteindre. Toutefois, les autorités ont d'ores et déjà indiqué qu'elles accéléreraient l'investissement et les projets de construction afin de soutenir la demande intérieure.

La dynamique des réformes initiée en novembre 2013 s'est poursuivie, avec, le 17 mars, un doublement de la fourchette de fluctuation journalière du taux de change du renminbi, qui a été portée à 2 % autour du cours pivot fixé quotidiennement par la Banque populaire de Chine. Selon cette dernière, la fourchette a été élargie afin d'accorder un rôle plus important aux forces du marché dans la détermination du taux de change du renminbi. En termes effectifs réels, la tendance à l'appréciation du renminbi semble se poursuivre.

#### 1.4 TAUX DE CHANGE

Au cours du dernier mois, l'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis des devises de la plupart des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Le 2 avril 2014, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro, se situait 0,4 % au-dessus de son niveau de début mars et 5,3 % au-dessus de son niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 4 et tableau 3). Durant cette période, les fluctuations

**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 2 avril 2014 par rapport au	
		3 mars 2014	2 avril 2013
TCE-20		0,4	5,3
Yuan renminbi chinois	18,7	1,2	7,8
Dollar des États-Unis	16,8	0,2	7,4
Livre sterling	14,8	0,6	-2,2
Yen japonais	7,2	2,5	19,4
Franc suisse	6,4	0,5	0,3
Zloty polonais	6,2	-0,4	-0,2
Couronne tchèque	5,0	0,4	6,1
Couronne suédoise	4,7	0,4	7,1
Won sud-coréen	3,9	-1,0	1,6
Forint hongrois	3,2	-1,7	1,8
Couronne danoise	2,6	0,0	0,1
Leu roumain	2,0	-1,1	1,1
Kuna croate	0,6	0,0	0,6

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.

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 s'agissant des perspectives économiques pour la zone euro comparées à celles d'autres grandes économies.

En termes bilatéraux, entre le 3 mars et le 2 avril 2014, l'euro s'est légèrement apprécié vis à vis du dollar (de 0,2 %) et s'est renforcé face au yen (de 2,5 %) et à la livre sterling (de 0,6 %). En revanche, il s'est déprécié par rapport aux devises des pays exportateurs de matières premières. Alors que l'euro s'est également affaibli vis-à-vis des devises de plusieurs économies de marché émergentes d'Asie au cours de la période sous revue, il s'est de nouveau apprécié par rapport au renminbi chinois (de 1,2 %). Au sein de sa fourchette de fluctuation élargie, ce dernier a également poursuivi sa dépréciation vis-à-vis du dollar entamée mi-février, le cours s'établissant à 6,21 renminbis pour un dollar le 2 avril contre 6,06 au début de l'année.

S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du forint hongrois (de 1,7 %), du leu roumain (de 1,1 %) et du zloty polonais (de 0,4 %). Il est demeuré stable par rapport à la kuna croate, tandis qu'il s'est apprécié vis-à-vis de la couronne tchèque (de 0,4 %) et de la couronne suédoise (de 0,4 %). Le litas lituanien et la couronne danoise, qui participent au MCE II, sont restés globalement stables contre 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 février 2014, le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie au sens large et du crédit est resté modéré. La croissance annuelle de M3 s'est stabilisée, soutenue par de nouvelles entrées mensuelles au titre de ses composantes les plus liquides, en particulier les dépôts à vue. Du côté des contreparties, la croissance annuelle de l'agrégat large a continué d'être soutenue par de fortes hausses mensuelles de la position extérieure nette des IFM, reflétant notamment des excédents du compte de transactions courantes et un vif intérêt des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro. La contraction annuelle des prêts consentis par les IFM au secteur privé (corrigés des cessions de prêts et de la titrisation) s'est stabilisée, continuant cependant de freiner la création monétaire. Cette croissance négative des prêts au secteur privé concorde avec le stade du cycle d'activité, le contexte de faible demande et les contraintes pesant sur l'offre, qui ne disparaissent que progressivement.

#### AGRÉGAT LARGE M3

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large M3 s'est de nouveau stabilisé, ressortant à 1,3 % en février après 1,2 % en janvier (cf. graphique 5). En rythme annuel, l'évolution de M3 a continué de refléter des arbitrages de portefeuille en faveur de M1, tandis que les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont donné lieu à des sorties, motivées par une quête de rendement et une moindre aversion au risque des investisseurs. En rythme mensuel, l'évolution de M3 en février résulte d'entrées mensuelles significatives au titre des dépôts à vue. Dans le même temps, d'importantes cessions, par les IFM, de titres émis par les non-IFM ont été observées en février, indiquant une poursuite des efforts de désendettement consentis par les IFM ainsi qu'une prise de bénéfices potentielle dans un contexte marqué par un vif intérêt des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro.

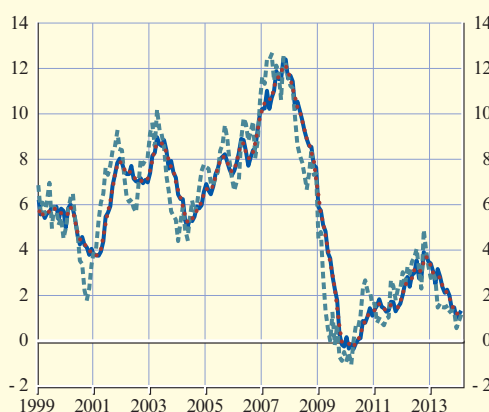
S'agissant des composantes, l'agrégat monétaire étroit M1 est demeuré la seule grande composante contribuant positivement à la croissance annuelle de M3. La contribution des autres dépôts à court terme (M2-M1) à la croissance de M3 est devenue encore plus négative, tandis que celle des instruments négociables (M3-M2) est restée fortement négative. Outre les mouvements de substitution au sein de M3, les sorties nettes sur les instruments de M3 offrant une meilleure rémunération que ceux inclus dans M1 continuent d'indiquer la quête de rendement que poursuit le secteur détenteur de monnaie. Cette quête de rendement se traduit par des arbitrages de fonds au détriment des instruments mieux rémunérés compris dans M3 et en faveur d'actifs moins liquides et plus risqués non inclus dans M3.

S'agissant des contreparties, la création de monnaie a continué d'être soutenue par une nouvelle augmentation significative de la position extérieure nette des IFM en février, résultant à la fois d'excédents du compte de transactions courantes et du vif intérêt des investisseurs internationaux pour les titres de la zone euro. La contraction des engagements financiers à long terme, en particulier les sorties auxquelles ont donné lieu les titres émis par les IFM, continue de

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 annuelle)
- - - M3 (taux de croissance annualisé sur 6 mois)



Source : BCE.

traduire à la fois les moindres besoins de financement des IFM dans un contexte de désendettement et le passage à une stratégie de financement par les dépôts, favorisée par la réglementation actuelle.

Le volume des principaux actifs des IFM de la zone euro s'est encore contracté en février, diminuant de 182 milliards d'euros au cours du trimestre s'achevant en février, signe de retour à un rythme de désendettement légèrement plus élevé en février que celui observé en janvier. La baisse mensuelle est imputable aux évolutions dans les pays en difficulté ces derniers mois et reflète des diminutions sur l'ensemble des principales catégories d'actifs, les cessions de titres émis par les non-IFM étant le principal contributeur à cette évolution. Les IFM de la zone euro ont encore réduit leur recours à la liquidité fournie par l'Eurosystème lors des opérations principales de refinancement. L'encours des opérations de refinancement à plus long terme a diminué de 28 milliards d'euros en février.

### PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

S'agissant des composantes de M3, le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit en hausse en février, s'établissant à 6,2 %, après 6,1 % en janvier (cf. tableau 4). Tout comme en janvier, les données de février font état d'une nouvelle entrée mensuelle, qui résulte essentiellement de l'évolution des dépôts à vue, dont le taux de croissance annuel est demeuré inchangé à 6,2 %, reflétant les cessions nettes de titres émis par les non-IFM auxquelles les banques ont procédé ce même mois. D'une manière générale, le taux de croissance annuel robuste de M1, qui concorde avec les perspectives de croissance économique positive, confirme la persistance d'une forte préférence pour la liquidité du secteur détenteur de monnaie au cours des derniers trimestres et le regain de confiance des investisseurs internationaux dans les actifs de la zone euro.

En revanche, un intérêt accru du secteur détenteur de monnaie pour des rendements plus élevés attendus d'investissements dans des actifs plus risqués a pesé sur les évolutions d'autres instruments de M3, phénomène qui a été renforcé par les importantes cessions de titres émis par les non-IFM auxquelles les IFM de la zone euro ont procédé en février. En conséquence, le taux de variation annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) est ressorti à -2,7 % en février, après -2,6 % en janvier. Cette évolution a masqué une légère accentuation du taux de variation

**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 <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels					
		2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 Janv.	2014 Fév.
<b>M1</b>	<b>55,4</b>	<b>6,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>
Billets et pièces en circulation	9,3	1,7	2,7	2,6	4,1	5,8	6,2
Dépôts à vue	46,1	7,8	9,2	7,8	6,9	6,2	6,2
<b>M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)</b>	<b>38,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,7</b>
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	16,8	-3,8	-5,8	-5,0	-6,3	-7,3	-7,0
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	21,3	6,0	5,8	5,0	3,3	1,5	1,0
<b>M2</b>	<b>93,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>
<b>M3 – M2 (= instruments négociables)</b>	<b>6,5</b>	<b>-8,5</b>	<b>-14,9</b>	<b>-17,2</b>	<b>-17,1</b>	<b>-12,9</b>	<b>-11,5</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
<b>Créances sur les résidents de la zone euro</b>		<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,8</b>
Créances sur les administrations publiques		4,3	3,3	2,0	0,1	0,2	0,0
Prêts aux administrations publiques		-0,8	-2,6	-6,0	-6,7	-5,0	-2,4
Créances sur le secteur privé		-1,0	-1,0	-1,2	-1,6	-2,3	-2,3
Prêts au secteur privé		-0,8	-1,1	-1,9	-2,2	-2,3	-2,2
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup>		-0,4	-0,6	-1,4	-1,8	-2,0	-2,0
<b>Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)</b>		<b>-5,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,4</b>

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.

annuel des dépôts à court terme (c'est-à-dire d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans), qui s'est inscrit à - 7,0 % en février, après - 7,3 % le mois précédent. En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) est resté positif, malgré un recul à 1,0 %, après 1,5 % en janvier.

Le taux de variation annuel des instruments négociables (M3-M2) est resté fortement négatif, s'inscrivant à - 11,5 % en février, après - 12,9 % en janvier. Cette évolution continue de refléter les taux de variation annuels très négatifs des portefeuilles de titres d'OPCVM monétaires et de pensions et des titres de créance à court terme émis par les IFM, notamment ceux d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

Le taux de croissance annuel des dépôts de M3 (qui recouvrent les pensions et représentent l'agrégat monétaire le plus large pour lequel une ventilation sectorielle est rapidement disponible) est ressorti à 1,9 % en février, après 1,8 % en janvier. Cette légère hausse reflète une accentuation du taux de croissance annuel des dépôts des sociétés non financières (6,0 % en février, après 5,8 % en janvier). Dans le même temps, les taux de croissance annuels des dépôts détenus par les ménages, par les intermédiaires financiers non monétaires et par les sociétés d'assurance et les fonds de pension ont fléchi.

### PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

Le taux de variation annuel des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro est demeuré inchangé par rapport à janvier, s'établissant à - 1,8 % en février (cf. tableau 4). Cette évolution reflète la stabilisation des créances sur les administrations publiques et un taux de variation annuel inchangé des concours au secteur privé, qui est ressorti à - 2,3 % en février.

La stabilisation des créances sur les administrations publiques en février reflète essentiellement les cessions nettes mensuelles de titres publics par les IFM de la zone euro. La croissance annuelle de titres de créance émis par les administrations publiques et détenus par les IFM s'est donc nettement ralentie en février, sous l'effet des importantes cessions auxquelles les IFM ont procédé au cours de ce mois. Dans un contexte marqué par l'assouplissement des conditions sur les marchés de la dette souveraine, cette évolution est en phase avec le gain d'intérêt des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro.

Le taux de variation annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est inscrit à - 2,0 % en février, sans changement par rapport aux deux mois précédents. Le flux mensuel observé en février 2014 a été positif pour la première fois depuis février 2012, sous l'effet de la progression nette des prêts consentis aux ménages et aux intermédiaires financiers non bancaires. En revanche, les prêts aux sociétés non financières ont enregistré de nouveaux remboursements nets en février, en particulier les prêts assortis d'une échéance inférieure ou égale à un an et supérieure à cinq ans.

Le taux de variation annuel des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a diminué, ressortant à - 3,1 % en février, après - 2,8 % en janvier (cf. tableau 5). Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est légèrement accentué en février, à 0,4 %, donnant lieu à un flux mensuel relativement important de 7 milliards d'euros.

Le taux de variation annuel des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) s'est inscrit à - 3,4 % en février, niveau pratiquement inchangé par rapport aux quatre mois précédents. Le flux mensuel a de nouveau été négatif en février, principalement en raison des sorties auxquelles ont donné lieu les titres de créance des IFM (d'une durée initiale supérieure à deux ans).

**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 <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels					
		2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 Janv.	2014 Fév.
<b>Sociétés non financières</b>	41,2	-2,5	-3,1	-3,7	-3,6	-2,9	-3,0
<i>Corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup></i>	–	-1,4	-2,0	-2,8	-2,9	-2,8	-3,1
≤ à 1 an	24,1	0,6	-1,0	-3,7	-4,1	-4,4	-5,6
> à 1 an et ≤ à 5 ans	17,1	-5,9	-6,4	-5,7	-5,3	-5,4	-4,7
> à 5 ans	58,8	-2,7	-2,9	-3,1	-2,9	-1,6	-1,3
<b>Ménages <sup>3)</sup></b>	<b>49,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>
<i>Corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup></i>	–	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4
Crédits à la consommation <sup>4)</sup>	10,9	-3,2	-3,4	-2,7	-3,0	-3,0	-2,7
Prêts au logement <sup>4)</sup>	73,9	1,4	1,1	0,8	0,9	0,5	0,6
Autres prêts	15,2	-1,0	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7	-1,7
<b>Sociétés d'assurance et fonds de pension</b>	<b>1,0</b>	<b>6,1</b>	<b>12,4</b>	<b>12,8</b>	<b>10,9</b>	<b>7,6</b>	<b>11,2</b>
<b>Autres intermédiaires financiers non monétaires</b>	<b>8,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-9,0</b>	<b>-11,7</b>	<b>-10,6</b>

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.

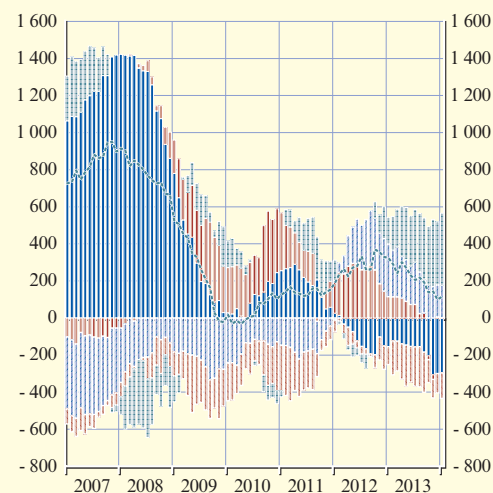
La position extérieure nette des IFM de la zone euro a fortement augmenté en février, de 41 milliards d'euros, après une progression de 19 milliards en janvier. Des hausses de même ordre ont été observées depuis juillet 2012, ce qui constitue le principal facteur sous-tendant la croissance positive de M3, contrebalançant la contribution négative des remboursements nets de prêts des IFM aux résidents de la zone euro. Sur douze mois, la position extérieure nette du secteur des IFM de la zone euro a augmenté de 389 milliards d'euros en février (cf. graphique 6), niveau jamais observé auparavant dans cette région.

Dans l'ensemble, les dernières données monétaires confirment l'opinion selon laquelle la dynamique sous-jacente de la croissance de la monnaie demeure faible alors que le crédit se contracte. La croissance de l'agrégat monétaire large continue de bénéficier à la fois de l'augmentation de la position extérieure nette des IFM et des arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme. Dans le même temps, la faiblesse de la dynamique monétaire reflète également la quête de rendement que poursuit le secteur détenteur de monnaie dans un contexte de faible rémunération des actifs monétaires et de regain de confiance. Le taux de croissance

**Graphique 6 Contreparties de M3**

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

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



Source : BCE.

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

annuel des concours des IFM au secteur privé est resté négatif en février 2014, avec un recul plus prononcé dans le cas des sociétés non financières.

## 2.2 ÉMISSIONS DE TITRES

En janvier 2014, les émissions de titres de créance des résidents de la zone euro ont continué de se contracter, mais à un rythme moins élevé qu'en décembre 2013. La progression annuelle des émissions de titres de créance par les sociétés non financières est restée soutenue, sans pour autant contrebalancer intégralement le taux de variation toujours négatif des émissions de titres de créance par les IFM. Les IFM sont restés les principaux contributeurs aux émissions d'actions cotées des résidents de la zone euro.

### TITRES DE CRÉANCE

Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro est demeuré négatif, à -0,5 % en janvier, après -1,1 % le mois précédent (cf. tableau 6). Au niveau sectoriel, le taux de croissance annuel des émissions de titres par les sociétés non financières (SNF) est ressorti en hausse à 9,7 %. En revanche, le taux de variation annuel des émissions de titres de créance par les IFM est resté négatif, à -8,1 %. S'agissant des administrations publiques, le taux de croissance des émissions a légèrement reculé, pour s'établir à 3,8 %, contre 4,0 % en décembre. Enfin, le taux de variation annuel des émissions de titres de créance par les institutions financières non monétaires a été toujours négatif, à -0,6 % en janvier, mais moins qu'en décembre (-1,9 %). Pour plus de détails s'agissant des évolutions récentes des émissions de titres de créance par les sociétés non financières dans la zone euro, cf. encadré 2.

La ventilation par échéances des titres de créance émis montre que, en janvier, l'activité de refinancement a été concentrée sur le compartiment à long terme du marché, notamment à taux fixe. Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance à long terme est demeuré stable, à 0,3 %. Cette évolution reflète une progression de 2,0 % en rythme annuel (2,3 % en décembre) des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux fixe, qui a largement contrebalancé la baisse de 5,2 % des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux variable, cette dernière portant à dix-huit le nombre de mois consécutifs de variation négative de ces émissions. Le rythme de contraction annuel des émissions de titres de créance à court terme s'est établi à 8,8 %, contre 14,6 % en décembre.

S'agissant des évolutions à court terme, l'augmentation de l'activité d'émission de titres de créance par les SNF a été plus prononcée que ne le laissait prévoir le taux de croissance annuel (cf. graphique 7),

Tableau 6 Titres émis par les résidents de la zone euro

Secteur émetteur	Encours (en milliards d'euros) 2014 Janvier	Taux de croissance annuels <sup>1)</sup>					
		2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2013 Déc.	2014 Janv.
<b>Titres de créance</b>	<b>16 483</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>
IFM	4 925	-3,6	-6,5	-8,7	-8,9	-8,9	-8,1
Institutions financières non monétaires	3 213	0,7	-0,4	1,2	0,7	-1,9	-0,6
Sociétés non financières	1 097	13,8	11,9	10,3	9,9	8,4	9,7
Administrations publiques	7 248	2,6	3,5	3,3	3,3	4,0	3,8
dont :							
Administrations centrales	6 578	2,6	4,0	4,1	4,0	4,6	4,4
Autres administrations publiques	670	2,4	-0,6	-3,8	-3,1	-1,1	-2,0
<b>Actions cotées</b>	<b>5 485</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
IFM	598	3,0	2,5	7,8	7,4	7,3	7,8
Institutions financières non monétaires	456	2,5	2,6	1,6	0,8	0,6	0,7
Sociétés non financières	4 431	0,5	0,2	0,3	0,5	0,7	0,6

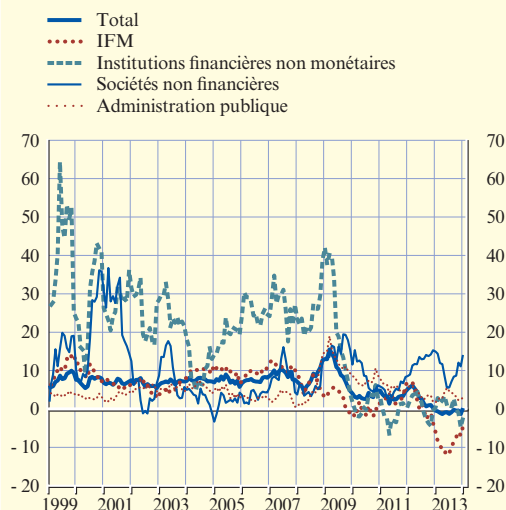
Source : BCE.

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



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

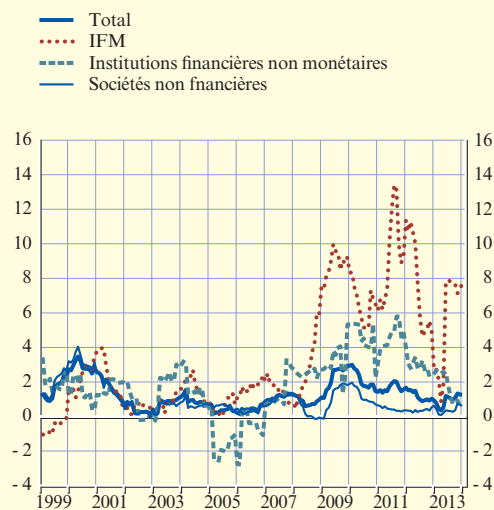
(taux de croissance annualisés sur six mois ; données cvs)



Source : BCE.

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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

indiquant que les conditions de financement de marché des SNF ont poursuivi leur nette amélioration au cours des derniers trimestres (cf. encadré 2). Le taux de croissance annualisé sur six mois des émissions de titres de créance est passé à 0,2 %, après - 1,3 % en décembre. Le taux correspondant pour les SNF a augmenté, pour s'établir à 14,1 %, après 11,1 % au cours du mois précédent, tandis que celui pour les IFM est ressorti à - 4,5 %, contre - 6,9 % en décembre. Dans le cas des institutions financières non monétaires, le taux correspondant s'est établi à - 2,4 %, après - 4,8 % en décembre. En revanche, le taux de croissance des émissions par les administrations publiques s'est légèrement accru, à 2,9 %, après 2,6 % en décembre.

#### ACTIONS COTÉES

En janvier 2014, le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro est resté inchangé à 1,3 % (cf. graphique 8). La croissance en glissement annuel des émissions d'actions s'est légèrement ralentie, à 0,6 %, pour les sociétés non financières et s'est légèrement accentuée, à 0,7 %, pour les institutions financières non monétaires. Enfin, le taux de croissance annuel des émissions d'actions par les IFM a continué de s'inscrire en hausse en janvier, de 0,5 point de pourcentage, pour s'établir au niveau relativement élevé de 7,8 %, qui reflète l'assainissement en cours des bilans des IFM.

#### Encadré 2

#### ÉVOLUTIONS RÉCENTES DES ÉMISSIONS DE TITRES DE CRÉANCE PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO

Les conditions de financement de marché des sociétés non financières (SNF) ont continué de s'améliorer nettement au cours des derniers trimestres. Cette évolution favorable a également été reflétée par un renforcement marqué des émissions d'obligations d'entreprise. Dans ce contexte, le présent encadré évoque brièvement les évolutions récentes des émissions de titres de créance par les SNF de la zone euro.



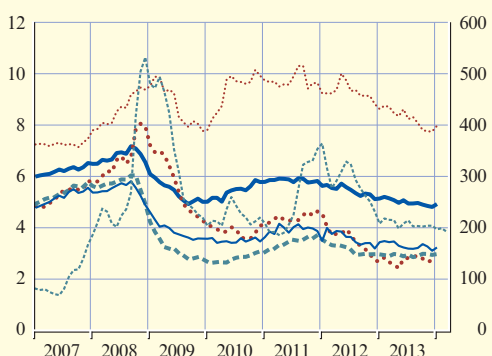
Le coût de l'endettement de marché est revenu à des niveaux inférieurs au coût représenté par les taux débiteurs appliqués par les IFM aux SNF de la zone euro (cf. graphique A) <sup>1</sup>. En outre, par rapport aux taux des *swaps* au jour le jour (*overnight index swaps* – OIS), qui sont (presque) exempts de risque, le coût de l'endettement de marché se situe à son niveau le plus bas depuis l'intensification de la crise en septembre 2008 <sup>2</sup>. Dans le même temps, les émissions nettes de titres de créance par les SNF et les prêts des non IFM (autres intermédiaires financiers (AIF) ainsi que sociétés d'assurance et fonds de pension) aux SNF ont nettement progressé dans la zone euro depuis début 2012 et ont largement compensé la contraction de l'activité de prêt des IFM aux SNF observée au cours des derniers trimestres (cf. graphique B).

S'agissant du financement externe, après prise en compte des prêts des non-IFM, le flux annuel net de financement externe des SNF a été légèrement inférieur à 100 milliards d'euros au quatrième trimestre 2013, tandis qu'en excluant les prêts des non-IFM, il a été légèrement négatif. Récemment, l'activité de prêt des non-IFM aux SNF a essentiellement reflété l'augmentation des prêts octroyés par les véhicules des SNF à leurs maisons mères, ces prêts étant eux-mêmes financés par les émissions de titres de créance de ces filiales. D'une certaine manière, ce procédé représente un financement de marché indirect pour les SNF <sup>3</sup>. Le fait que le recours accru au financement de marché intervienne

**Graphique A Coût nominal total du financement externe des SNF de la zone euro et *spread* entre le coût de l'endettement de marché des SNF et le taux des *swaps* au jour le jour**

(en pourcentage ; en points de base)

- Coût total du financement
- ..... Coût du financement par endettement de marché
- Taux débiteurs à court terme des IFM
- Taux débiteurs à long terme des IFM
- ..... Coût des émissions d'actions
- ..... *Spread* entre le coût de l'endettement de marché des SNF et le taux des *swaps* au jour le jour (échelle de droite)



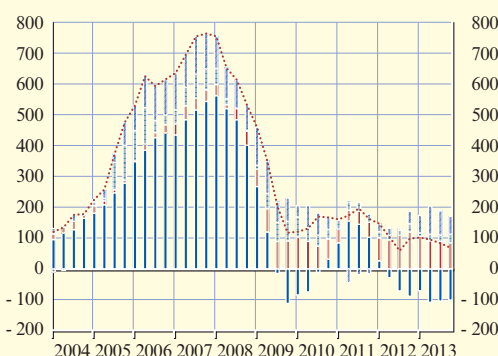
Sources : BCE, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Le coût total du financement externe des SNF correspond à la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût de l'endettement de marché et du coût des émissions d'actions, en fonction de leurs encours respectifs, à partir des comptes de la zone euro. La dernière observation se rapporte au 7 mars 2014 pour le *spread* et à janvier 2014 pour les autres données.

**Graphique B Financement externe des SNF de la zone euro**

(flux sur 4 trimestres en milliards d'euros)

- Prêts des IFM aux SNF (corrégés des cessions de prêts et de la titrisation)
- Émissions nettes de titres de créance par les SNF
- Émission nettes d'actions cotées par les SNF
- Prêts des non-IFM aux SNF (hors titrisation et transferts à des structures de défaillance)
- ..... Total



Sources : Eurostat, BCE et estimations de la BCE.

Notes : Les prêts des non-IFM incluent les prêts des AIF ainsi que des sociétés d'assurance et des fonds de pension aux SNF. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013. Les estimations pour le quatrième trimestre 2013 sont établies à partir des statistiques BSI et des statistiques relatives aux émissions de titres de la BCE.

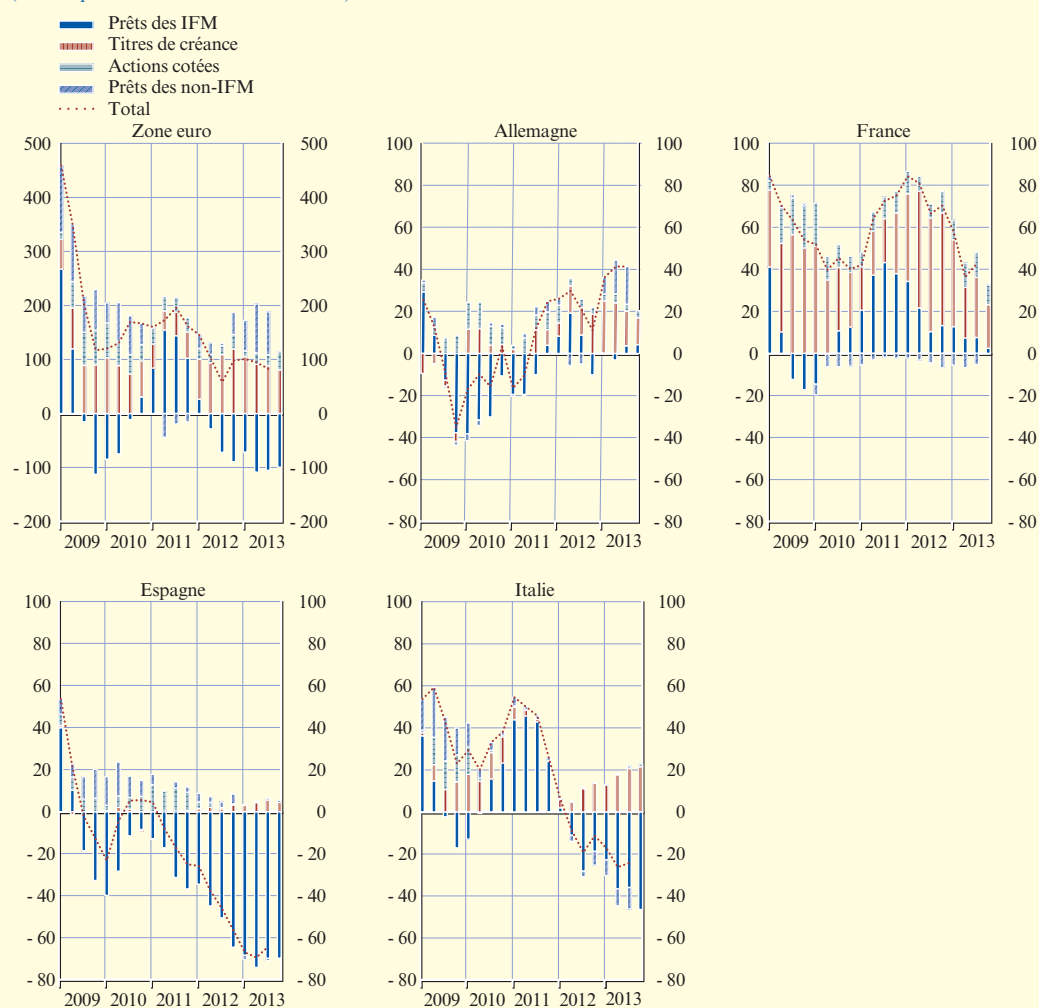
- 1 Le calcul du coût de l'endettement de marché se fonde sur un indice Merrill Lynch relatif au rendement moyen des obligations d'entreprise bien notées libellées en euros et sur un indice à haut rendement en euros (*euro-currency high-yield index*). Les deux indices sont pondérés en fonction de leurs encours.
- 2 La durée de la dette des SNF de la zone euro financée sur le marché se situe aux environs de 4,5 ans. La moyenne du taux des *swaps* au jour le jour à quatre et cinq ans a été utilisée pour calculer le *spread* entre le coût de l'endettement de marché des SNF et le taux des *swaps* au jour le jour du graphique A.
- 3 Les véhicules (ou les entités *ad hoc*) sont créés dans le seul but d'émettre des titres pour le compte de leur maison mère. Ces véhicules étant généralement créés dans un pays différent du pays de résidence de la maison mère, afin de profiter d'un traitement fiscal avantageux, ils sont traités comme des unités institutionnelles distinctes et leurs émissions de titres de créance ne sont pas attribuées directement à la maison mère.

dans un environnement où le coût de ce financement est extrêmement faible peut indiquer que les SNF qui en ont la possibilité se tournent vers le marché en raison de l'attractivité des conditions offertes, plutôt que par suite d'une limitation de leur accès au financement bancaire.

En termes absolus, les émissions nettes de titres de créance par les SNF sont restées concentrées sur quelques pays seulement au cours des derniers trimestres, à savoir la France, l'Italie et l'Allemagne (cf. graphique C). Dans ces pays, les émissions de titres de créance ont été nettement plus dynamiques que les prêts bancaires. En revanche, les émissions de titres de créance par les SNF ont été faibles en Espagne et n'ont pas compensé les importants remboursements nets de prêts bancaires. Dans l'ensemble des pays, l'accès aux marchés de titres de créance est, dans une large mesure, limité aux grandes entreprises. Cela étant, les petites et moyennes entreprises (PME) peuvent également bénéficier indirectement des émissions de titres de créance des grandes

**Graphique C Financement externe des SNF dans la zone euro et dans les quatre principaux pays de la zone**

(flux sur quatre trimestres en milliards d'euros)



Sources : Eurostat, BCE et estimations de la BCE.

Notes : Les prêts des IFM ont été corrigés de l'incidence des cessions de prêts et de la titrisation. Les prêts des non-IFM incluent les prêts des AIF ainsi que des sociétés d'assurance et des fonds de pension aux SNF et s'entendent hors titrisation de prêts et transferts à des structures de défaillance. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013. Les estimations des prêts des IFM aux SNF ainsi que celles des émissions nettes de titres de créance et d'actions cotées par les SNF au quatrième trimestre 2013 sont établies à partir des statistiques BSI et des statistiques relatives aux émissions de titres de la BCE.

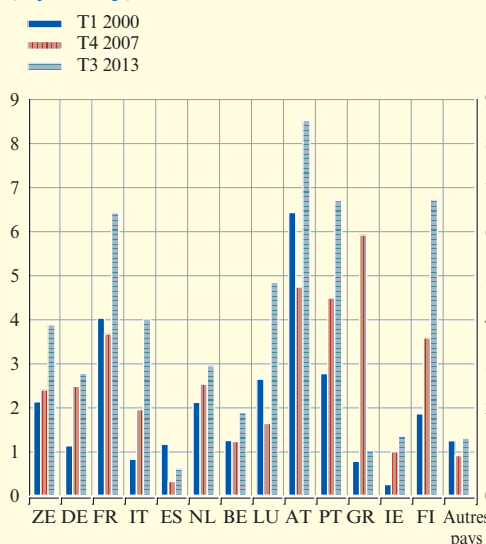
entreprises, dans la mesure où elles libèrent le bilan des banques, leur permettant de prêter aux PME. Outre les prêts bancaires, les bénéfices non distribués, les prêts intragroupe et le crédit commercial sont aussi des sources de financement importantes pour les SNF de la zone euro <sup>4</sup>.

En dépit du maintien d'un rythme soutenu des émissions nettes de titres de créance, le flux global de financement externe des SNF de la zone euro demeure faible (cf. graphique B). De plus, la part du financement reposant sur des titres de créances, qu'il soit direct ou indirect (par le biais de véhicules), dans le total du stock de financement externe des SNF de la zone euro est encore peu élevée, même si elle a augmenté par rapport au niveau observé début 2000. En effet, le stock de titres de créance émis directement par les SNF a été très légèrement inférieur à 4 % du total de leur passif dans la zone euro au troisième trimestre 2013 (cf. graphique D), tandis qu'il s'est maintenu légèrement au-delà de 2 % au premier trimestre 2000. En Autriche, en Finlande, au Portugal et en France, la part des titres de créance émis directement par les SNF dans le total de leur passif a été nettement plus élevée que la moyenne de la zone euro, s'établissant entre 6,5 % et 8,5 % au troisième trimestre 2013. Au Luxembourg et en Italie, elle a également progressé au cours des six dernières années, s'inscrivant légèrement voire très légèrement au-dessus de la moyenne observée pour la zone euro. En revanche, en Espagne, en Grèce, en Irlande, en Belgique, en Allemagne et aux Pays-Bas, cette part était inférieure à la moyenne de la zone euro au troisième trimestre 2013. En Espagne et en Grèce, elle s'est inscrite au troisième trimestre 2013 en dessous des niveaux enregistrés dans ces pays début 2000 et fin 2007, respectivement.

En résumé, le flux global de financement externe des SNF demeure faible dans la zone euro, bien que le financement obtenu grâce aux émissions nettes de titres de créance ait largement compensé la contraction de l'activité de prêt des IFM aux SNF observée au cours des derniers trimestres. La hausse des émissions de titres de créance est en phase avec les très faibles rendements constatés sur les obligations d'entreprise. Pour autant, la part du financement par endettement de marché dans le total du stock de financement externe des SNF de la zone euro reste peu élevée, même si elle a progressé par rapport au niveau observé début 2000. De plus, les flux d'émissions de titres de créance sont structurellement orientés vers les pays moins soumis à des tensions financières et vers les grandes entreprises bien notées.

**Graphique D** Part des titres de créance émis par les SNF dans le total de leur passif pour les pays de la zone euro

(en pourcentage)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : « Autres pays » recouvre l'Estonie, Chypre, Malte, la Slovaquie et la Slovaquie. La première observation pour les autres pays se rapporte au premier trimestre 2004 et, pour le Luxembourg, au premier trimestre 2005.

<sup>4</sup> Pour de plus amples détails sur les effets de substitution dans le financement des SNF de la zone euro durant la crise, cf. l'article intitulé *Les évolutions du processus de désendettement dans le secteur des entreprises de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de février 2014.

### 2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

En mars et début avril 2014, les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire ont affiché de légères hausses et une faible volatilité, reflétant probablement les variations de l'excédent de liquidité, des effets de fin de trimestre et les évolutions sur le marché monétaire américain. Les taux à plus long terme du marché monétaire ont, eux aussi, légèrement progressé.

Au cours de la période comprise entre le 7 mars et le 2 avril 2014, les taux du marché monétaire en blanc ont enregistré de légères hausses, globalement à hauteur de 2 et 3 points de base dans le cas des échéances à 1 mois et à 3 mois, et de 4 et 5 points de base sur les échéances plus longues, c'est-à-dire 6 et 12 mois. Le 2 avril, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissaient à, respectivement, 0,24 %, 0,32 %, 0,42 % et 0,60 %. Ainsi, l'écart entre l'Euribor 12 mois et 1 mois – un indicateur de la pente de la courbe des taux monétaires – s'est aussi légèrement creusé, de 3 points de base, pour s'établir à 36 points de base le 2 avril (cf. graphique 9).

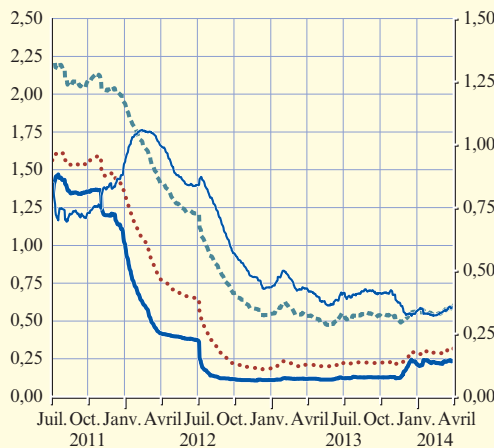
Les taux d'intérêt implicites tirés des prix des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois d'échéances juin, septembre et décembre 2014 et mars 2015 ont légèrement diminué par rapport aux niveaux observés le 7 mars, s'inscrivant respectivement à 0,30 %, 0,29 %, 0,31 % et 0,34 % le 2 avril. L'incertitude sur les marchés, mesurée par la volatilité implicite des options à court terme sur les contrats à terme sur l'Euribor 3 mois, s'est un peu atténuée entre le 7 mars et le 2 avril. Le taux du *swap* Eonia à 3 mois s'établissait à 0,173 % le 2 avril, soit 4 points de base au-dessus du niveau enregistré le 7 mars. Par conséquent, l'écart entre le taux Euribor correspondant et ce taux est demeuré globalement stable au cours de la période sous revue, ressortant à 15 points de base le 2 avril.

Entre le 7 et le 30 mars, l'Eonia a continué d'afficher une faible volatilité autour de 0,17 %, reflétant les niveaux globalement moins élevés de l'excédent de liquidité et une atténuation de la fragmentation du marché.

**Graphique 9 Taux d'intérêt du marché monétaire**

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

- Euribor 1 mois (échelle de gauche)
- ... Euribor 3 mois (échelle de gauche)
- - - Euribor 12 mois (échelle de gauche)
- Écart entre l'Euribor 12 mois et l'Euribor 1 mois (échelle de droite)

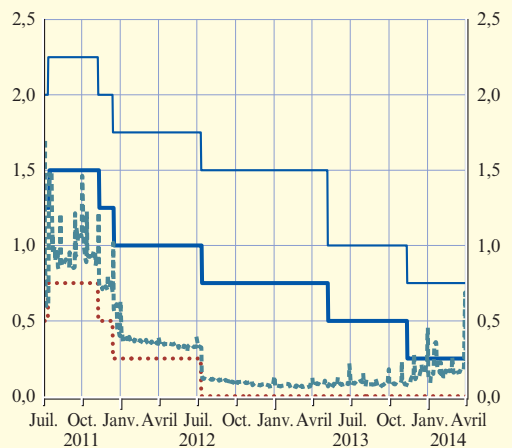


Sources : BCE et Thomson Reuters.

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Taux fixe des opérations principales de refinancement
- ... Taux de facilité de dépôt
- - - Taux au jour le jour (Eonia)
- Taux de la facilité de prêt marginal



Sources : BCE et Thomson Reuters.

Cette situation a persisté jusqu'au dernier jour du mois, lorsque l'Eonia a enregistré un pic juste en deçà de 0,7 %, principalement sous l'effet d'une demande accrue de volants de liquidité à titre de précaution et d'une baisse des volumes d'activité qui, conjointement, ont exercé une tension à la hausse à la fin du trimestre. L'augmentation a cependant été de très courte durée, l'Eonia se situant, début avril, à un niveau supérieur de 4 points de base seulement à sa moyenne constatée entre le 7 et le 30 mars (cf. graphique 10).

Entre le 7 mars et le 2 avril 2014, l'Eurosystème a mené plusieurs opérations de refinancement. Lors des opérations principales de refinancement de la troisième période de constitution des réserves de 2014, effectuées les 11, 18 et 25 mars et le 1<sup>er</sup> avril 2014, l'Eurosystème a alloué, respectivement, 92,6 milliards, 96,9 milliards, 121,3 milliards et 110,6 milliards d'euros. L'Eurosystème a également procédé à deux opérations de refinancement à plus long terme en mars, toutes deux sous la forme d'appels d'offres à taux fixe et servies intégralement : le 11 mars, une opération de refinancement exceptionnelle assortie d'une échéance correspondant à la durée d'une période de constitution de réserves (pour une allocation de 7,5 milliards d'euros) et, le 26 mars, une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (pour une allocation de 11,6 milliards).

L'Eurosystème a également conduit quatre opérations de retrait de liquidité à une semaine sous la forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission maximal de 0,25 %, les 11, 18 et 25 mars et le 1<sup>er</sup> avril 2014. Par ces opérations, la BCE a absorbé un montant correspondant à l'encours des achats effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, qui atteignait un total de 175,5 milliards d'euros le 1<sup>er</sup> avril 2014.

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 2 avril 2014, un montant total de 504,7 milliards d'euros avait été remboursé depuis le 30 janvier 2013. Sur ce montant, 283,85 milliards se rapportaient à l'opération de refinancement du 21 décembre 2011 et les 220,85 milliards restants à celle du 29 février 2012. Par conséquent, sur les 523 milliards d'euros de liquidités nettes injectées à l'origine lors des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, 96 % environ ont été remboursés jusqu'à présent.

L'excédent de liquidité a diminué au cours de la deuxième période de constitution de réserves de 2014, ressortant en moyenne à 127,5 milliards d'euros, contre 154,2 milliards lors de la période de constitution précédente. La diminution du volume moyen des opérations d'*open market* en cours n'a été que partiellement contrebalancée par une moindre ponction moyenne due aux facteurs autonomes. La diminution nette du volume d'opérations d'*open market* en cours résulte principalement du moindre recours aux opérations principales de refinancement, mais également de l'absorption dans son intégralité de la liquidité injectée par le biais du Programme pour les marchés de titres (alors que l'absorption avait été incomplète lors des deux opérations effectuées au cours de la précédente période de constitution) et de nouveaux remboursements anticipés des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans. Le recours quotidien moyen à la facilité de dépôt a baissé pour ressortir à 29,5 milliards d'euros au cours de la deuxième période de constitution de réserves, contre 42,1 milliards lors de la précédente période de constitution, tandis que les excédents détenus en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants ont diminué, revenant en moyenne de 112,4 milliards à 98,3 milliards, et le recours moyen à la facilité de prêt marginal est demeuré inchangé à 0,3 milliard.

L'excédent de liquidité a légèrement diminué, revenant à des niveaux moyens avoisinant 124,3 milliards d'euros au cours des trois premières semaines de la troisième période de constitution de 2014, principalement en raison de nouveaux remboursements anticipés des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans vers la fin mars.

### LE DISPOSITIF D'ÉVALUATION DU CRÉDIT DE L'EUROSYSTÈME POUR LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (ECAF) est un élément important pour réduire les risques financiers encourus par l'Eurosystème. Ce dernier effectue ses opérations de politique monétaire régulières d'apport de liquidité sous la forme d'opérations de cession temporaire (pensions et prêts garantis), qui doivent être couvertes par des garanties appropriées<sup>1</sup>. L'ECAF est fondamental pour garantir le respect des exigences de l'Eurosystème en matière de qualité de signature élevée de l'ensemble des actifs éligibles en garantie des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème<sup>2</sup>.

L'ECAF définit les procédures, les règles et les techniques qui garantissent que l'Eurosystème n'accepte en garantie que des actifs présentant une qualité de signature élevée. Les principaux éléments de l'ECAF sont les suivants :

- a) La collecte des informations relatives à la qualité du crédit auprès de différentes sources ;
- b) La définition d'une évaluation harmonisée de la qualité de crédit minimale ;
- c) Une obligation de vigilance (*due diligence*) à l'égard des différents systèmes d'évaluation du crédit utilisés dans le cadre de l'ECAF.

Le présent encadré explique comment l'ECAF contribue à réduire les risques dans le dispositif de garanties de l'Eurosystème et comment celui-ci satisfait à l'obligation de vigilance (*due diligence*) au sein de l'ECAF. Il conclut par une vue d'ensemble des décisions prises récemment par le Conseil des gouverneurs de la BCE afin d'améliorer la *due diligence* de l'ECAF.

#### La réduction des risques et l'ECAF

Dans la mesure où l'Eurosystème accepte en garantie une très large gamme d'actifs négociables et non négociables<sup>3</sup>, il doit s'appuyer sur différentes sources d'information en matière d'évaluation du crédit. Il prend donc en compte les informations provenant de quatre types de systèmes d'évaluation du crédit<sup>4</sup> :

- Les agences de notation, également dénommées organismes externes d'évaluation de crédit (ECAI) ;
- Les systèmes internes d'évaluation du crédit des BCN (ICAS) ;
- Les systèmes de notation interne des contreparties (IRB) ;
- Les outils de notation gérés par des opérateurs tiers agréés (RT).

1 Cf. l'article 18.1 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

2 L'Eurosystème utilise plusieurs niveaux de protection contre les risques financiers résultant de ses opérations de politique monétaire. Premièrement, les banques participant aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème doivent être financièrement solides. Deuxièmement, l'exigence statutaire de garanties appropriées réduit les risques financiers pour l'Eurosystème en cas de défaut d'une contrepartie ; elle est mise en œuvre par le biais de trois piliers principaux : les critères d'éligibilité instaurés conformément à l'ECAF, la valorisation appropriée des garanties et l'application de mesures de contrôle des risques, telles que les décotes. Pour plus d'informations sur la réduction du risque financier encouru par l'Eurosystème, cf. : a) la section spécifique du site internet de la BCE (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/risk/html/index.en.html>) ; b) l'article intitulé *Les techniques de réduction des risques dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème* du *Bulletin mensuel* de mai 2004 ; c) l'article intitulé *Le dispositif de garanties de l'Eurosystème pendant la crise* du *Bulletin mensuel* de juillet 2013 ; et d) l'orientation BCE/2011/14 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème, souvent appelée « Documentation générale », et les modifications qui lui ont été apportées.

3 En décembre 2011, le Conseil des gouverneurs de la BCE a introduit la possibilité pour les BCN d'accepter en garantie des créances privées performantes supplémentaires (c'est-à-dire des prêts bancaires) respectant des critères d'éligibilité spécifiques. Cette solution temporaire a été mise en place pour favoriser le crédit bancaire et la liquidité sur le marché monétaire de la zone euro. S'agissant des critères harmonisés qui s'y rapportent, les exigences en matière d'information et de suivi dans le cadre de l'ECAF s'appliquent à tous les systèmes d'évaluation du crédit utilisés pour évaluer la qualité de signature des créances privées acceptées dans le cadre des dispositifs nationaux applicables aux créances privées supplémentaires.

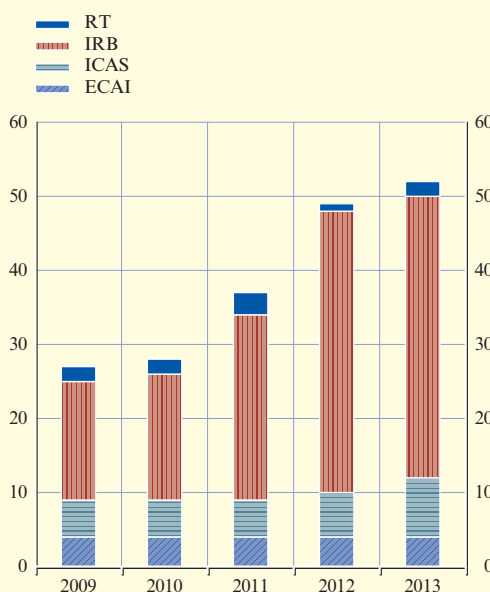
4 De plus, l'Eurosystème peut prendre en compte des critères d'ordre institutionnel ou des caractéristiques qui assurent au détenteur de la créance une protection analogue.



Les ECAI sont principalement utilisés pour évaluer les garanties négociables, tandis que les ICAS, les systèmes IRB et les RT portent essentiellement sur les garanties non négociables.

Fin 2011, le Conseil des gouverneurs a annoncé que l'Eurosystème entendait renforcer ses capacités internes d'évaluation du crédit et a incité les fournisseurs d'outils de notation (RT) et les contreparties utilisant des systèmes IRB à rechercher l'agrément de l'Eurosystème dans le cadre de l'ECAF<sup>5</sup>. En conséquence, deux ans plus tard, le nombre d'ICAS avait augmenté de 60 % et celui des contreparties disposant d'un IRB approuvé par l'ECAF de plus de 50 %. Un nombre croissant de BCN sont en train d'étudier l'opportunité de mettre en place des ICAS. Le nombre de systèmes IRB approuvés par l'ECAF devrait également continuer à augmenter.

Nombre de systèmes d'évaluation du crédit dans l'ECAF



Source : BCE.

L'une des contributions importantes de l'ECAF est de rassembler de manière harmonisée les informations fournies par ces nombreux systèmes d'évaluation du crédit. L'ECAF permet de comparer les notations de crédit provenant de tous les systèmes d'évaluation du crédit qu'il accepte, en rattachant chacune de leurs notations à l'échelon de qualité du crédit correspondant dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème (cf. le tableau pour la correspondance des notations des ECAI).

Le fait de disposer d'informations harmonisées sur la qualité du crédit des actifs apportés en garantie favorise la réduction du risque financier encouru par l'Eurosystème d'au moins deux manières : premièrement, le Conseil des gouverneurs de la BCE a fixé l'échelon 3 de qualité du crédit de cette échelle comme exigence minimale pour une qualité de signature élevée dans l'ECAF et donc pour l'éligibilité en tant que garantie<sup>6</sup>. Deuxièmement, l'Eurosystème applique des décotes plus importantes aux actifs dont la qualité de signature est moins élevée, afin d'assurer l'égalisation des risques sur l'ensemble des actifs éligibles.

### L'obligation de vigilance (*due diligence*) dans l'ECAF

L'Eurosystème a arrêté un certain nombre d'exigences réglementaires, opérationnelles et en matière d'information pour l'acceptation des systèmes d'évaluation du crédit dans l'ECAF. Ces exigences visent à protéger l'Eurosystème des risques financiers et à créer une égalité de traitement entre les différents systèmes qui lui fournissent des informations relatives à la qualité du crédit, tout en tenant particulièrement compte des situations réglementaires respectives. Par exemple, pour être pris en compte aux fins de l'ECAF, les ECAI doivent être supervisés par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'utilisation des systèmes IRB pour déterminer les exigences de fonds propres doit être autorisée par l'autorité de supervision compétente. Le Conseil des gouverneurs de la BCE

<sup>5</sup> Cf. le communiqué de presse de la BCE intitulé *La BCE annonce des mesures de soutien au crédit bancaire et à l'activité du marché monétaire*, 8 décembre 2011.

<sup>6</sup> L'échelon 3 de qualité du crédit est considéré comme équivalent à une probabilité de défaut comprise entre 0,10 % et 0,40 % sur un horizon d'un an.

approuve les ICAS et les RT pour l'ECAF, en se fondant sur une évaluation, préparée dans le cadre de la fonction de gestion des risques de la BCE, au regard de critères d'éligibilité analogues à ceux appliqués par l'AEMF pour les ECAI et par les autorités de supervision bancaire pour les systèmes IRB.

Outre les critères d'éligibilité, l'Eurosystème remplit également d'autres obligations de vigilance à l'égard de tous les systèmes d'évaluation du crédit acceptés dans l'ECAF. Le « suivi annuel des performances » est le principal outil pour le processus de *due diligence* régulier de l'ECAF. Il comprend :

- a) Une composante statistique, pour vérifier si le rattachement des notations de chaque système d'évaluation du crédit à la grille de notation harmonisée de l'Eurosystème demeure approprié<sup>7</sup> ;
- b) Une composante qualitative, qui examine les processus et les méthodologies d'évaluation du crédit, en prenant également en compte les informations prudentielles.

L'ECAF fournit à l'Eurosystème une panoplie d'outils pour éviter une dépendance systématique vis-à-vis d'un système et pour résoudre les problèmes identifiés avec un système spécifique. Le premier élément de cette palette d'outils consiste en un suivi plus intensif en coopération avec le fournisseur du système d'évaluation du crédit, avec notamment une enquête pour déterminer si les questions de performance sont traitées et de quelle manière. En outre, le Conseil des gouverneurs de la BCE peut : a) réaffecter les notations d'un système sur l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème ; b) définir des conditions d'éligibilité spécifiques liées aux systèmes d'évaluation du crédit ; c) appliquer des mesures discrétionnaires ; et même, d) exclure ou suspendre temporairement un système d'évaluation du crédit. Par exemple, le Conseil des gouverneurs a stipulé que les ECAI devaient publier, de façon régulière, des rapports de surveillance pour les titres adossés à des actifs (ABS) et a décidé la suspension (à certaines conditions) du seuil de qualité du crédit pour les titres de créance émis par certaines administrations publiques de la zone euro.

### Les décisions récentes du Conseil des gouverneurs relatives à l'ECAF

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a examiné les résultats de l'exercice annuel de suivi des performances de l'ECAF pour 2012 et a conclu que les performances des systèmes d'évaluation du crédit approuvés par l'ECAF étaient, dans l'ensemble, satisfaisantes. En se fondant sur cette évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé en 2013 de revoir le rattachement des notations de certains systèmes d'évaluation du crédit à l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème. Le cas échéant, ces décisions ont été mises en œuvre dans les actes juridiques correspondants<sup>8</sup>.

#### Échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème pour les ECAI

Évaluation du crédit de l'ECAI		Échelon de qualité du crédit		
		Échelon 1	Échelon 2	Échelon 3
Court terme	DBRS		R-1H, R-1M	R-1L, R-2H, R-2M, R2-L
	Fitch Ratings		F1+, F1	F2
	Moody's		P-1	P-2
	Standard & Poor's		A-1+, A-1	A-2
Long terme	DBRS	AAA/AAH/AA/AAL	AH/A/AL	BBBH/BBB/BBBL
	Fitch Ratings	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-
	Moody's	Aaa/Aa1/Aa2/Aa3	A1/A2/A3	Baa1/Baa2/Baa3
	Standard & Poor's	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-

<sup>7</sup> La procédure est fondée sur les méthodologies décrites dans F. Coppens, F. González et G. Winkler, *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, Occasional Paper Series n° 65, BCE, juillet 2007.

<sup>8</sup> Ces actes juridiques sont : a) l'orientation BCE/2014/10 modifiant l'orientation BCE/2011/14 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème, la « Documentation générale » ; et b) l'orientation BCE/2014/12 modifiant l'orientation BCE/2013/4 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties. Pour plus d'informations, cf. le document intitulé *Décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE (autres que les décisions relatives à la fixation des taux d'intérêt)* de mars 2014, publié sur le site internet de la BCE.



En particulier, certaines notations à court terme ont fait l'objet d'un nouveau rattachement, principalement pour assurer la cohérence avec la grille de notation à long terme de l'agence de notation concernée et la note « BBBL » de l'agence de notation DBRS a été incluse dans l'échelon 3 de qualité du crédit. Le tableau présente l'échelle de notation harmonisée actuelle de l'Eurosystème pour les ECAI.

Afin d'améliorer encore le processus de *due diligence* de l'ECAF, le Conseil des gouverneurs a également décidé :

- a) de renforcer le cadre de suivi pour les IRB ;
- b) d'approuver un ensemble détaillé de principes pour la surveillance des ICAS ;
- c) d'améliorer la *due diligence* portant sur les notations des ECAI, les processus de notation et les méthodologies, notamment dans le domaine des notations souveraines et de la finance structurée.

Ce renforcement de la *due diligence* constitue une étape vers une nouvelle réduction de la dépendance de l'Eurosystème à l'égard des ECAI, conformément aux diverses initiatives des autorités publiques internationales visant à diminuer le recours aux ECAI dans les cadres juridiques, réglementaires et autres cadres publics <sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Cf., par exemple, la feuille de route visant à réduire la dépendance à l'égard des notes des agences de notation, publiée par le Conseil de stabilité financière du G20 et les dispositions du règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil relatif aux agences de notation (Règlement CRA III), qui visent à réduire la dépendance excessive à l'égard des notes des agences de notation, notamment en diminuant le recours unique ou automatique à ces notations.

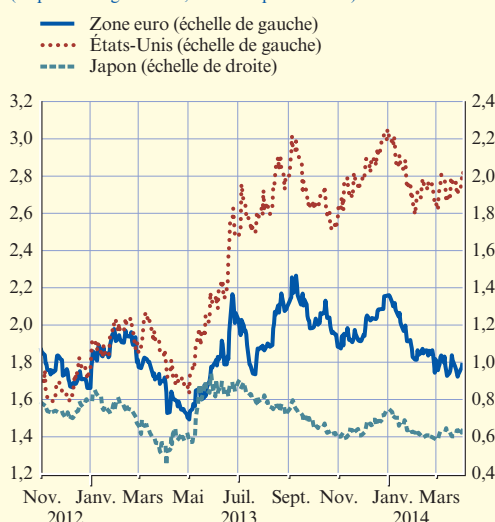
## 2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les rendements des emprunts publics de la zone euro sont demeurés globalement stables en mars et début avril tandis qu'aux États-Unis, ils ont augmenté au cours de la même période. Ces évolutions reflètent l'incidence relative des données économiques, des turbulences géopolitiques et des modifications supplémentaires apportées par le Comité fédéral de l'open market (FOMC) à la politique d'assouplissement quantitatif aux États-Unis. Les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme de la zone euro vis-à-vis des taux de swaps au jour le jour (OIS) se sont réduits dans un contexte de légère atténuation de l'incertitude sur le marché obligataire. Les indicateurs financiers des anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro n'ont pas varié de manière significative, demeurant pleinement compatibles avec la stabilité des prix.

Entre fin février et le 2 avril 2014, les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro notés AAA sont demeurés globalement stables à un niveau légèrement inférieur à 1,9 % (cf. graphique 11). Au cours de la même période, les rendements des emprunts publics à dix ans ont augmenté de 15 points de base environ aux États-Unis, pour s'établir à un niveau légèrement supérieur à 2,8 %, et de 5 points de base environ au Japon et au Royaume-Uni, ressortant à, respectivement, 0,6 % et 2,8 %. La stabilité des rendements à dix ans notés AAA dans la zone

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 allemands, néerlandais, autrichiens et finlandais.

euro s'est accompagnée d'une légère hausse des rendements à deux ans, la pente de la structure par termes dans la zone fléchissant de quelque 5 points de base au cours de la période sous revue.

Durant la première semaine de mars, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA ont légèrement progressé, en liaison avec les hausses plus prononcées constatées aux États-Unis du fait de la publication de données robustes concernant le marché du travail. Après un retour vers leur niveau de fin février, les rendements ont de nouveau augmenté dans la zone euro dans le sillage de la décision du FOMC de continuer à réduire progressivement son soutien à l'économie et de la publication de l'indice des directeurs d'achat pour les États-Unis et pour la zone euro. À compter du 20 mars environ, les rendements dans la zone euro ont eu tendance à diminuer de nouveau, dans un contexte de données économiques contrastées et de préoccupations croissantes quant aux risques géopolitiques entourant l'évolution de la crise ukrainienne. Des hausses ont cependant été observées début avril, probablement en partie liées à la publication de données faisant état d'une évolution soutenue de l'activité dans l'industrie manufacturière aux États-Unis.

L'incertitude des investisseurs concernant les évolutions à court terme sur le marché obligataire, mesurée par la volatilité implicite tirée des options sur les obligations à court terme, s'est globalement quelque peu atténuée dans la zone euro mais s'est légèrement accentuée aux États-Unis au cours de la période de référence (cf. graphique 12). Toutefois, la volatilité implicite a temporairement atteint un pic début mars puis vers la mi-mars, les tensions géopolitiques accentuant les préoccupations des intervenants de marché. À compter de début avril, la volatilité implicite s'est inscrite à 4,5 % environ dans la zone euro et à 4,8 % aux États-Unis.

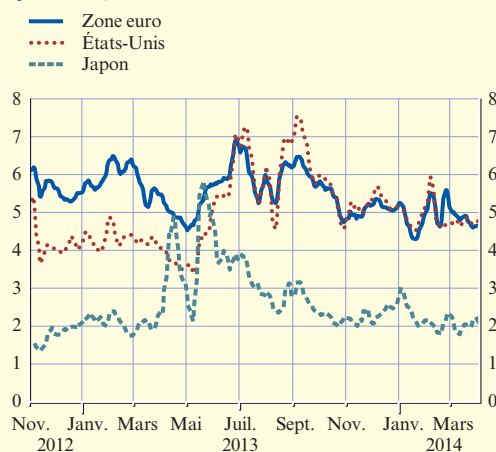
En liaison avec la légère atténuation de la volatilité implicite des obligations, les tensions sur le marché obligataire de la zone euro sont restées modérées, en dépit d'accentuations temporaires, reflétant essentiellement l'évolution des facteurs géopolitiques. Dans l'ensemble, les rendements obligataires à long terme ont diminué dans la plupart des pays de la zone euro. Entre fin février et le 2 avril, les écarts vis-à-vis du taux des opérations d'échange de taux d'intérêt à dix ans référencées sur un taux au jour le jour (*overnight indexed swaps*) ont affiché une réduction comprise entre 6 et 90 points de base dans la plupart des pays.

Les rendements obligataires réels, mesurés par les rendements des emprunts publics indexés sur l'inflation, sont demeurés globalement stables dans la zone euro au cours de la période sous revue, reflétant l'évolution des taux à long terme nominaux<sup>1</sup> (cf. graphique 13). Le 2 avril, les rendements réels des obligations à cinq ans et à dix ans sont ressortis à des niveaux proches de, respectivement, -0,2 % et 0,4 %. Compte tenu de la stabilité des rendements réels des obligations à cinq ans et à dix ans, le taux d'intérêt réel anticipé à long terme est également demeuré stable dans la zone euro, avoisinant 1,0 % à la fin de la période sous revue.

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

**Graphique 12 Volatilité implicite du marché des emprunts publics**

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

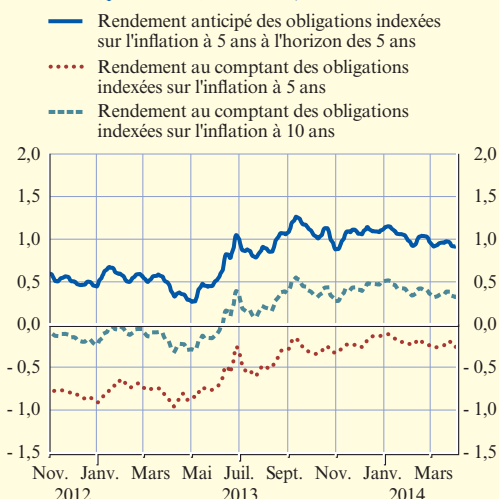


Source : Bloomberg.

Notes : La volatilité implicite du marché des emprunts publics mesure l'incertitude relative aux évolutions à court terme (jusqu'à trois mois) des prix des emprunts publics à dix ans allemands et américains. Elle est fondée sur les valeurs de marché des contrats d'options négociés correspondants. Bloomberg utilise la volatilité implicite des *strikes* à la monnaie 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**

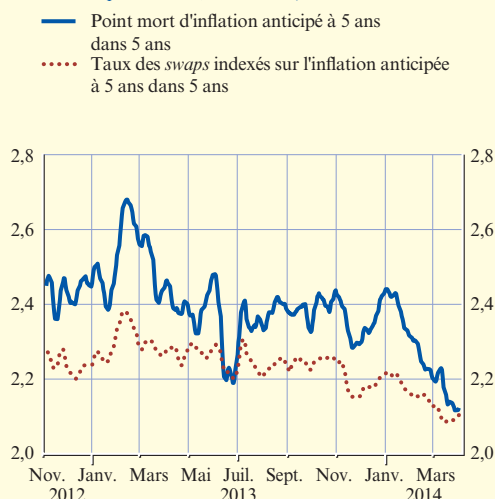
(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes ; données cvs)



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.

**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)



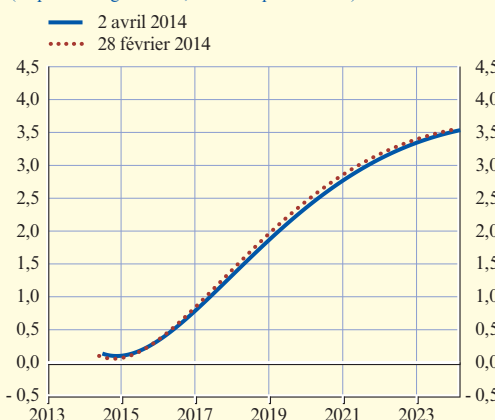
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.  
Note : Les points morts d'inflation sont calculés comme une moyenne pondérée par le PIB des points morts estimés séparément pour l'Allemagne et la France.

Reflétant les évolutions des rendements nominaux et réels, les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro ont légèrement diminué entre fin février et le 2 avril pour l'échéance à dix ans, le point mort d'inflation à dix ans tiré des obligations indexées sur l'inflation fléchissant de 2 points de base, à un niveau proche de 1,6 %. En revanche, le point mort d'inflation à cinq ans tiré des obligations indexées sur l'inflation a légèrement augmenté, de 2 points de base, pour s'établir à 1,0 % environ le 2 avril. En conséquence, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a diminué de 5 points de base environ entre fin février et le 2 avril, s'inscrivant à 2,1 % environ (cf. graphique 14). Dans l'ensemble, en tenant compte de la prime de risque d'inflation et de la prime de liquidité intégrées dans les obligations indexées sur l'inflation, ainsi que de la volatilité des rendements de ces obligations, les indicateurs fondés sur le marché montrent que les anticipations d'inflation à long terme demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix <sup>2</sup>.

La structure par termes des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés dans la zone euro s'est

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



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

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

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

légèrement déplacée vers le bas, de 5 points de base environ en moyenne, entre fin février et le 2 avril, pour les échéances supérieures à cinq ans. Le recul le plus prononcé a concerné les échéances comprises entre six et sept ans. Sur les échéances inférieures à dix-huit mois, les taux au jour le jour anticipés se sont légèrement déplacés vers le haut, de 4 points de base environ (cf. graphique 15), reflétant des anticipations légèrement plus élevées en ce qui concerne les taux au jour le jour à court terme.

Au cours de la période sous revue, les rendements des obligations les mieux notées émises par les sociétés de la zone euro ont affiché une légère hausse dans l'ensemble, comprise entre 2 et 4 points de base, tant pour le secteur financier que pour le secteur non financier. Les écarts de rendement de ces obligations (par rapport à l'indice des emprunts publics notés AAA de l'UEM établi par Merrill Lynch) se sont aussi légèrement creusés, à l'exception de ceux des émetteurs financiers notés BBB et des émetteurs non financiers notés AAA, qui ont diminué. Globalement, les écarts de rendement des obligations du secteur privé sont demeurés faibles par rapport aux pics relatifs enregistrés début 2013.

## 2.5 TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX PRÊTS ET AUX DÉPÔTS

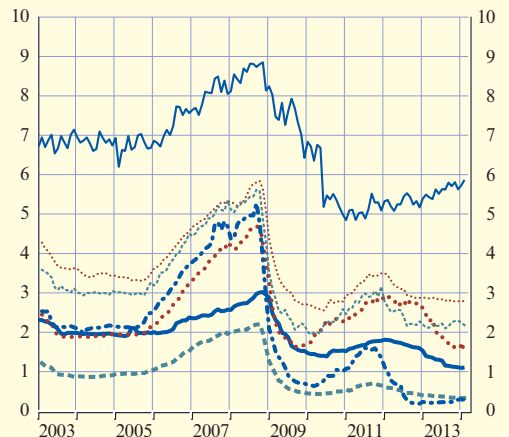
*En février 2014, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts consentis aux sociétés non financières ont légèrement diminué, pour les périodes de fixation du taux courtes et longues ainsi que pour les prêts de faible montant et de montant élevé. Par ailleurs, les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement accordés aux ménages sont demeurés globalement inchangés pour les périodes de fixation du taux courtes et longues. Les taux d'intérêt des dépôts à long terme des ménages et des sociétés non financières ont diminué en février, tandis que ceux appliqués aux dépôts à court terme sont demeurés globalement stables. Les écarts de taux débiteurs par rapport aux taux de marché se sont resserrés pour les périodes de fixation du taux aussi bien courtes que longues.*

En ce qui concerne les échéances courtes et les périodes de fixation du taux d'intérêt courtes, en février 2014, les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts à court terme des sociétés non financières et des ménages sont restés globalement stables. Les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an sont également restés inchangés, à 2,8 %, tandis que ceux appliqués aux prêts à la consommation ont augmenté de 14 points de base pour s'établir à 5,9 %. En ce qui concerne les sociétés non financières, les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant (inférieurs à 1 million d'euros) et aux prêts de montant élevé (supérieurs à 1 million d'euros) assortis d'une période de fixation initiale du taux courte

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

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

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



Source : BCE.

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

ont légèrement diminué, à 3,8 % et 2,2 % respectivement (cf. graphique 16). Par conséquent, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières et dont la période de fixation du taux est courte et les taux d'intérêt correspondants sur les prêts de montant élevé a légèrement augmenté en février, passant à 163 points de base, et s'est donc établi à un niveau largement supérieur à la moyenne observée depuis 2007, qui était de 120 points de base environ. L'ampleur de cet écart indique toujours que les conditions de financement des petites et moyennes entreprises demeurent plus tendues que celles des grandes entreprises.

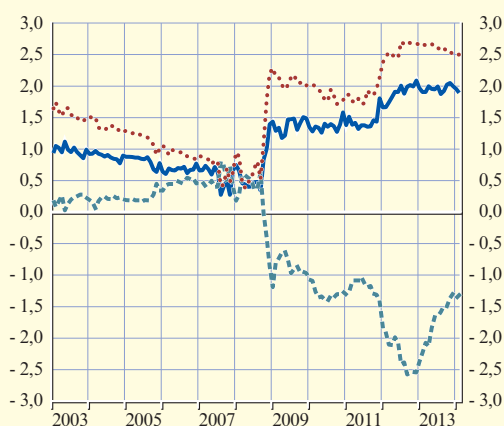
Dans l'ensemble, compte tenu de la stabilité de l'Euribor 3 mois en février, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts aux ménages assortis d'une période de fixation du taux courte et le taux du marché monétaire à trois mois est resté stable à 250 points de base ; l'écart correspondant pour les taux d'intérêt appliqués aux prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières et dont la période de fixation du taux est courte s'est resserré de 7 points de base pour s'inscrire à 189 points de base (cf. graphique 17).

Depuis début 2014, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières et assortis d'une période de fixation courte ont légèrement diminué, tandis que les taux correspondants appliqués aux prêts de montant élevé sont restés globalement stables. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts au logement assortis d'une période de fixation courte sont demeurés inchangés.

**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



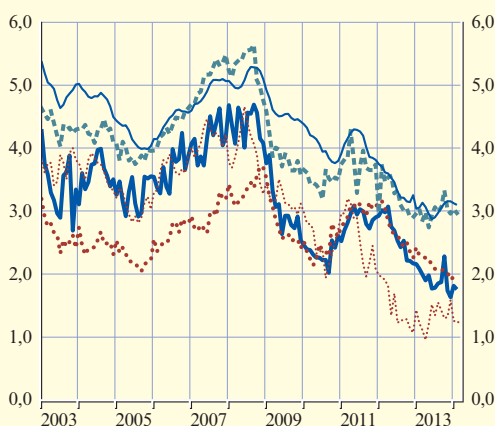
Source : BCE.

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 allemands, néerlandais, autrichiens et finlandais.



Sur plus longue période, depuis début 2012, les taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM à la fois aux prêts de montant élevé consentis aux sociétés non financières et aux prêts au logement accordés aux ménages ont enregistré une diminution comprise entre 60 et 70 points de base. Les réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE réalisées en 2013, ainsi que l'incidence des mesures non conventionnelles de politique monétaire mises en œuvre ou annoncées par la BCE, se répercutent progressivement sur les taux débiteurs bancaires. La fragmentation des marchés du crédit de la zone euro ne s'atténue que progressivement, tandis que la morosité du climat économique peut continuer d'exercer des tensions sur les taux débiteurs des banques dans certains pays de la zone euro.

S'agissant des échéances à long terme et des périodes de fixation du taux longues, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts à long terme des ménages et des sociétés non financières ont diminué en février. Dans le cas des ménages, ils se sont inscrits à 1,9 %, tandis qu'ils ont fléchi de 6 points de base, à 1,8 %, dans celui des sociétés non financières. Les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement assortis d'une période de fixation du taux longue sont demeurés globalement inchangés en février, à 3,1 %. Les taux appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières et assortis d'une période de fixation du taux longue sont demeurés globalement inchangés, à 3,3 %, tandis que ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé ont diminué de 6 points de base, à 3,0 % (cf. graphique 18). Par conséquent, l'écart entre les taux assortis d'une période de fixation longue appliqués aux prêts de faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé est passé à 31 points de base en février. Les rendements moyens des emprunts publics à sept ans de la zone euro notés AAA étant restés stables en février à de faibles niveaux (1,25 %), les écarts entre les taux débiteurs dont la période de fixation est longue et ces rendements sont demeurés globalement inchangés dans le cas des prêts au logement et des prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières, mais se sont légèrement resserrés dans le cas des prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières (de 7 points de base).

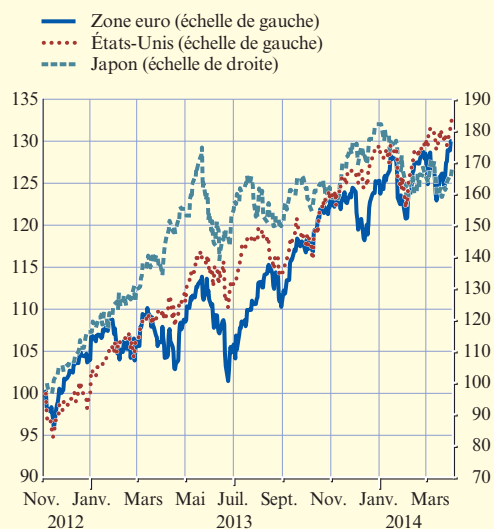
Dans une perspective plus large, l'écart entre les taux débiteurs à long terme et les rendements des emprunts publics à sept ans notés AAA a légèrement augmenté courant 2012. Cette évolution traduisait une baisse des rendements des emprunts publics notés AAA (dans le contexte de mouvements de report vers des valeurs sûres) plus importante que le fléchissement des taux débiteurs à long terme des IFM. Depuis début 2013, l'écart entre les taux débiteurs assortis d'une période de fixation longue et les rendements moyens des emprunts publics à sept ans notés AAA, qui peut être considéré comme une valeur de référence pour les échéances longues, a fluctué entre 140 et 250 points de base dans le cas des prêts aux sociétés non financières, et entre 140 et 210 points de base dans celui des prêts au logement.

## 2.6 MARCHÉS BOURSIERS

*Entre fin février et début avril 2014, les cours boursiers se sont appréciés dans la zone euro et aux États-Unis. Ces évolutions des indices ont reflété les signes d'une poursuite de la consolidation de la reprise économique, qui ont toutefois été contrebalancés, dans une certaine mesure, par les conséquences de l'aggravation des tensions géopolitiques. En mars, la décision du Comité fédéral de l'open market aux États-Unis de réduire encore les achats d'actifs peut également avoir pesé sur les marchés boursiers.*

Entre fin février et le 2 avril, les indices boursiers se sont inscrits en hausse dans les trois principales zones économiques. Les cours des actions dans la zone euro, mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, et aux États-Unis, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont progressé de 1,2 % et 1,7 %, respectivement. Au Japon, les cours, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont augmenté plus modérément, de 0,7 % environ sur la même période (cf. graphique 19).

Graphique 19 Indices boursiers

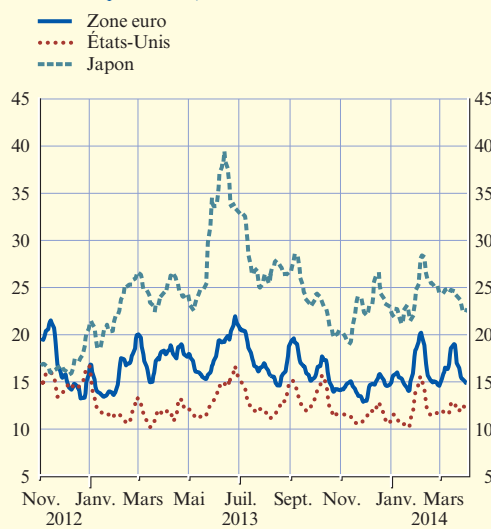
(indice : 1<sup>er</sup> novembre 2012 = 100 ; données quotidiennes)

Source : Thomson Reuters.

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

Graphique 20 Volatilité implicite des marchés boursiers

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



Source : Bloomberg.

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

En mars et début avril, les cours des actions dans la zone euro et aux États-Unis n'ont pas enregistré de fluctuations significatives, leurs mouvements indécis et de faible ampleur reflétant principalement les effets relatifs des publications de données économiques et les évolutions des tensions géopolitiques liées à la crise ukrainienne. L'annonce par le Comité fédéral de l'*open market* d'une réduction supplémentaire des achats d'actifs et d'une révision des indications sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*) a peut-être également pesé sur les évolutions des cours boursiers.

Au niveau sectoriel, les cours boursiers ont augmenté pour la plupart des secteurs de la zone euro. Des plus values importantes ont été observées pour les actions des secteurs des services collectifs, du pétrole et de l'énergie ainsi que des télécommunications. Ces progressions ont été en partie compensées par des baisses dans le secteur des produits de base cycliques, où les cours ont reculé de 2,4 % en dépit de la tendance globalement positive des publications de données économiques. Aux États-Unis, les performances sectorielles ont été moins dispersées que dans la zone euro, seul le secteur des services aux consommateurs ayant enregistré une légère baisse. Comme dans la zone euro, les cours boursiers ont progressé davantage que l'indice global dans le secteur des services collectifs et dans ceux du pétrole et du gaz.

L'incertitude des marchés boursiers dans la zone euro et aux États-Unis, mesurée par la volatilité implicite, est restée globalement stable entre fin février et le 2 avril, ressortant à environ 15 % et 11 %, respectivement (cf. graphique 20). Après une période de stabilité au cours de la première quinzaine de mars, la volatilité implicite a augmenté au Japon, en liaison avec la montée des tensions géopolitiques et la décision du Comité fédéral de l'*open market* aux États-Unis de réduire progressivement ses achats d'actifs. Durant le reste de la période sous revue, elle a eu tendance à diminuer et s'est établie à quelque 23 % début avril.

## 3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,5 % en mars 2014, après 0,7 % en février. Cette baisse reflète un fléchissement des taux de variation annuels des composantes des produits alimentaires, des biens et des services, partiellement contrebalancé par une baisse plus modérée des prix de l'énergie. Sur la base des taux de change courants et des cours constatés des contrats à terme sur l'énergie, la hausse annuelle de l'IPCH devrait se renforcer légèrement en avril, en partie en raison de la volatilité des prix des services sur la période des fêtes pascales. Durant les mois suivants, l'inflation en rythme annuel devrait rester faible, avant de se redresser progressivement en 2015 pour atteindre des niveaux plus proches de 2 % vers fin 2016. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et long terme restent solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Les risques tant à la hausse qu'à la baisse pesant sur les perspectives d'évolution des prix demeurent limités et globalement équilibrés à moyen terme. Dans ce contexte, les éventuelles répercussions des risques géopolitiques et des évolutions du taux de change seront étroitement surveillées.

### 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 de la zone euro s'est établie à 0,5 % en mars 2014, après 0,7 % en février. Cette baisse reflète un fléchissement des taux de variation annuels de l'ensemble des composantes, à l'exception de l'énergie (cf. tableau 7). L'atténuation progressive des taux d'inflation dans la zone euro depuis l'été dernier continue de refléter principalement les contributions négatives des prix de l'énergie, ainsi qu'un fort ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires non transformés. En outre, les pressions désinflationnistes reflètent également l'incidence de l'appréciation antérieure du taux de change de l'euro et, plus généralement, le niveau élevé de sous-utilisation des capacités de production dans l'économie (cf. encadré 5).

D'après un examen plus détaillé des principales composantes de l'IPCH, l'estimation rapide d'Eurostat pour mars fait état d'un rythme annuel de variation des prix de l'énergie légèrement moins négatif qu'en février en raison d'un effet de base (- 2,1 % en mars par rapport à - 2,3 % en février). Depuis août 2013, les prix de l'énergie ont enregistré essentiellement des taux de variation annuels négatifs.

Tableau 7 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2012	2013	2013 Oct.	2013 Nov.	2013 Déc.	2014 Janv.	2014 Fév.	2014 Mars
<b>IPCH et composantes <sup>1)</sup></b>								
Indice global	2,5	1,4	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5
Énergie	7,6	0,6	- 1,7	- 1,1	0,0	- 1,2	- 2,3	- 2,1
Produits alimentaires	3,1	2,7	1,9	1,6	1,8	1,7	1,5	1,0
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	1,4	0,9	1,5	1,3	0,9	.
Produits alimentaires transformés	3,1	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	1,8	.
Produits manufacturés hors énergie	1,2	0,6	0,3	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3
Services	1,8	1,4	1,2	1,4	1,0	1,2	1,3	1,1
<b>Autres indicateurs de prix</b>								
Prix à la production	2,8	- 0,2	- 1,3	- 1,2	- 0,8	- 1,4	- 1,7	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	86,6	81,7	80,0	80,0	80,8	78,8	79,4	77,8
Cours des matières premières hors énergie	0,5	- 8,2	- 12,2	- 11,7	- 11,4	- 9,3	- 7,8	- 8,2

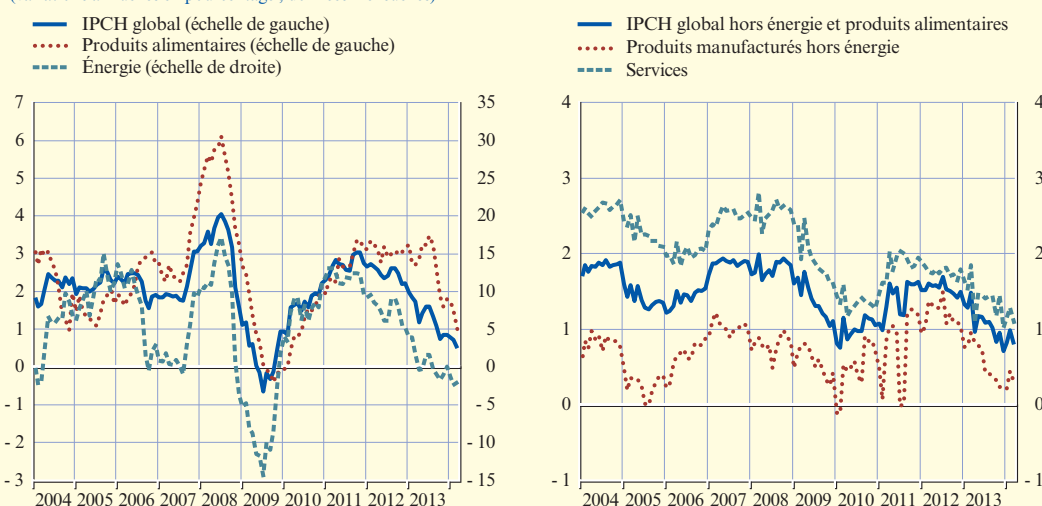
Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE à partir des données de Thomson Reuters.

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



Graphique 21 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat.

S'agissant de l'ensemble de la composante produits alimentaires, qui couvre les produits alimentaires transformés et non transformés, l'estimation rapide d'Eurostat fait apparaître un nouveau ralentissement à 1,0 %, après 1,5 % en février. Aucune information officielle n'est encore disponible pour mars s'agissant de la ventilation de la composante produits alimentaires, mais l'hiver relativement clément cette année a probablement eu un fort effet baissier lié aux conditions météorologiques sur la hausse des prix des produits alimentaires non transformés.

Le taux de croissance annuel de l'IPCH, si l'on exclut les composantes volatiles que sont les produits alimentaires et l'énergie, a fléchi, ressortant à 0,8 % en mars, après 1,0 % en février. Cette évolution reflète un ralentissement du rythme annuel de variation des prix des produits manufacturés hors énergie et des prix des services. La variation annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie est revenue de 0,4 % en février, à 0,3 % en mars et la hausse annuelle des prix des services s'est établie à 1,1 % en mars, en recul après 1,3 % en février. Le fléchissement du taux de variation annuel des prix des services peut être attribué pour partie à un calendrier des fêtes de Pâques différent l'année dernière, ce qui se serait traduit par un ralentissement du rythme annuel de variation des prix des voyages en mars 2014.

Le bas niveau de l'inflation mesurée par l'IPCH, si l'on exclut les évolutions enregistrées début 2014 par les composantes volatiles que sont les produits alimentaires et l'énergie, indique que les tensions inflationnistes sous-jacentes continuent d'être modérées dans un contexte caractérisé par un degré élevé de sous-utilisation des capacités de production dans l'économie de la zone euro.

Prenant en compte la faiblesse du taux d'inflation de la zone euro, l'encadré 4 examine les problèmes de mesure des prix à la consommation. Il conclut que le concept d'IPCH et un certain nombre d'améliorations d'ordre méthodologique apportées depuis sa création limitent les éventuelles distorsions potentielles.

## LES PROBLÈMES POTENTIELS DE MESURE DANS LES INDICES DES PRIX À LA CONSOMMATION

Plusieurs sources de biais pouvant affecter les mesures des indices des prix à la consommation ont été identifiées dans la littérature. Le biais potentiel à la hausse devient plus important en période de faible inflation car il peut masquer le fait que l'inflation « effective » est négative. Le présent encadré examine les principales sources potentielles de biais et évalue la pertinence de ces biais pour l'IPCH. Il conclut que ces biais sont atténués par plusieurs mesures techniques incluses dans la méthodologie utilisée pour calculer l'IPCH.

### Le biais lié à un comportement de substitution

Dans les indices des prix à la consommation, une source de biais bien connue est liée au comportement classique de substitution des consommateurs. La formule d'indice généralement utilisée pondère entre elles les variations de prix pour des groupes de produits spécifiques en se fondant sur les parts des dépenses d'une année de référence antérieure. Toutefois, à mesure que les prix relatifs évoluent, les consommateurs ont tendance à ajuster leur consommation, par exemple en favorisant les produits dont les prix augmentent moins fortement. La structure de pondération des années antérieures devient ainsi obsolète, une importance trop faible étant accordée dans l'indice aux produits enregistrant des variations de prix plus modérées tandis qu'une trop grande importance est attribuée aux produits affichant des variations de prix plus fortes. On qualifie ce phénomène de « biais de substitution » ou de « biais de représentativité »<sup>1</sup>. Afin de réduire ce biais, les recommandations internationales<sup>2</sup> préconisent une actualisation régulière des pondérations utilisées pour construire les indices des prix à la consommation.

Depuis 2012, tous les pays de l'UE doivent actualiser leurs pondérations de l'IPCH tous les ans<sup>3</sup>. Le biais lié à l'utilisation de parts des dépenses obsolètes pour pondérer les groupes de produits entre eux, par exemple les fruits et les légumes, devrait par conséquent être faible. Au niveau de chaque produit (par exemple les différentes qualités de pommes), les instituts de statistiques n'ont généralement pas d'informations sur les parts des dépenses et des moyennes non pondérées des variations de prix sont donc calculées à l'aide de différentes formules. Au cours de l'évolution de l'IPCH, l'utilisation d'une formule qui était connue pour donner lieu à un biais dans de nombreux cas (la moyenne arithmétique des prix relatifs) a été interdite. Il est cependant probable que les formules utilisées actuellement continuent d'entraîner des erreurs de mesure en raison de l'absence de pondérations affectées au niveau des produits. Le sens de l'erreur peut dépendre de l'échantillon choisi et en particulier de la position dans le cycle économique. Par exemple, lors des périodes où la demande est faible, les effets de substitution attendus peuvent être contrebalancés par des effets de revenu, les consommateurs transférant leurs dépenses vers des produits ou des types de points de vente affichant des prix moins élevés même lorsque leurs prix relatifs augmentent.

1 Le terme « biais de substitution » est appliqué aux cas où un indice de prix est conçu pour être utilisé comme un indice du coût de la vie, mesurant la variation de la dépense nécessaire pour maintenir le même niveau de vie. L'IPCH n'est pas un indice du coût de la vie mais plutôt un indice d'inflation, qui mesure la variation de la dépense nécessaire pour maintenir un certain profil de consommation. L'IPCH doit toutefois rester représentatif des profils de dépense des consommateurs, qui varient en fonction du comportement de substitution et d'autres facteurs (par exemple des modifications du revenu ou des préférences). Dans le cas de l'IPCH, il est par conséquent plus approprié de parler d'un biais de représentativité que d'un biais de substitution. Cf., par exemple, R.J. Hill, *Inflation Measurement for Central Bankers*, Kent, C. and Guttman, S. (eds.), *The Future of Inflation Targeting*, Banque de réserve d'Australie, 2004 et E. Diewert, *Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations*, Working Paper Series, n° 130, BCE, 2002.

2 Cf. *Manuel de l'indice des prix à la consommation : théorie et pratique*, OIT, FMI, OCDE, Eurostat, Nations Unies, Banque internationale pour la reconstruction et le développement et Banque mondiale, août 2004.

3 Cf. l'encadré intitulé *Les nouvelles normes relatives aux pondérations de l'IPCH* du *Bulletin mensuel* d'avril 2012.

### Le biais lié à des changements de qualité et à de nouveaux produits

Les indices des prix à la consommation sont construits à partir des observations de prix effectuées chaque mois pour des articles identiques. Lorsque les ventes de certains produits deviennent non significatives, les statisticiens doivent trouver un produit de remplacement, dont la qualité peut être différente. Dans ce cas, il faut estimer la valeur de la différence de qualité afin de pouvoir mesurer, au fil du temps, les variations « pures » de prix. Certains observateurs affirment que les instituts de statistiques ont tendance à sous-estimer les améliorations de la qualité et que cela conduit à un biais haussier de changement de qualité dans l'inflation mesurée<sup>4</sup>.

Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, des travaux de recherche importants ont été menés en Europe et dans le reste du monde sur les méthodes appropriées pour corriger les changements de qualité. Un projet de recherche d'une durée de deux ans impliquant sept instituts de statistiques européens a notamment permis d'apporter des améliorations. Toutefois, même si des recommandations par produit pour les méthodes d'ajustement de la qualité ont été formulées pour l'IPCH, il n'existe pas de réglementations juridiquement contraignantes pour appliquer un traitement harmonisé entre les différents pays. La méthode d'ajustement appropriée dépend de la nature du produit et des stratégies en matière de fixation des prix sur le marché concerné. Par conséquent, le sens et l'ampleur d'un éventuel biais de changement de qualité dans l'indice peuvent différer selon les rubriques et les pays. Cela signifie qu'une évaluation du biais dans l'IPCH de la zone euro devrait prendre en compte les pratiques détaillées actuelles pour chaque groupe de produits dans chaque pays. Aucune étude de ce type n'a été réalisée jusqu'à présent.

Un second problème a trait à l'apparition de nouveaux produits. Certains produits suivent généralement un cycle dans lequel un nouveau produit est introduit à un prix élevé, qui baisse ensuite progressivement avec l'amélioration de l'efficacité de la production et la progression des ventes, avant de se stabiliser et éventuellement d'augmenter lorsque le produit atteint sa maturité. Lorsque les instituts de statistiques introduisent de nouveaux produits avec un décalage, ils ont tendance à sous-estimer leurs variations de prix (à la baisse), ce qui implique une surestimation correspondante des variations de prix (à la hausse) des produits à maturité. Pour atténuer ce biais lié aux nouveaux produits, les réglementations relatives à l'IPCH obligent les pays à inclure les nouveaux produits représentant une part des dépenses supérieure à 0,1 % de la dépense monétaire de consommation finale des ménages dans un délai de douze mois après que le produit a atteint ce seuil. Même si ce seuil est relativement élevé pour un produit considéré individuellement, il peut réduire l'incidence du biais lié au nouveau produit.

### Le biais lié aux nouveaux points de vente

Une autre source de biais potentiel peut provenir de la tendance à délaissier les points de vente traditionnels pratiquant des prix plus élevés au profit des grandes chaînes de magasins, des discounters et des détaillants sur internet qui proposent des prix plus bas. Lorsque de nouveaux points de vente sont introduits dans les échantillons de l'IPCH, la différence de niveau de prix est ignorée en partant du principe qu'elle reflète la valorisation implicite par les consommateurs de la qualité du service de vente et qu'elle n'a pas d'incidence baissière sur l'indice. Toutefois, la croissance rapide de la part de marché de ces points de vente à bas prix laisse penser

<sup>4</sup> Dans l'influent Rapport Boskin sur l'IPC aux États-Unis (*Toward A More Accurate Measure Of The Cost of Living*, Rapport final à la Commission financière du Sénat réalisé par la Commission consultative chargée d'étudier l'indice des prix à la consommation, 1996), l'incidence cumulée des variations de qualité et du biais lié aux nouveaux produits a été estimée à 0,6 point de pourcentage. Il s'agit du plus important des quatre biais identifiés.

que les consommateurs ne considèrent pas que les prix moins élevés sont totalement compensés par la moins bonne qualité du service de vente, c'est-à-dire que les nouveaux types de magasins offrent un meilleur rapport qualité/prix que les points de vente traditionnels. Par conséquent, le traitement des nouveaux points de vente dans l'IPCH entraîne très probablement un biais à la hausse. Toutefois, réaliser une évaluation objective des différences de qualité entre les différents types de points de vente constitue un défi majeur<sup>5</sup>.

### Conclusion

En se fondant sur les données disponibles, il n'est pas possible d'estimer le biais de mesure dans l'IPCH de la zone euro. La théorie et les données laissent penser que ces biais peuvent varier au fil du temps et dépendent dans une certaine mesure du cycle économique. Fruits de travaux de recherche antérieurs, plusieurs mesures techniques (telles que l'actualisation annuelle des pondérations des dépenses) visant à réduire les sources potentielles de biais ont été introduites au cours de l'évolution de l'IPCH.

<sup>5</sup> Cf. l'encadré 2 dans le rapport intitulé *Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area*, Structural Issues Report, BCE, septembre 2011.

## 3.2 PRIX À LA PRODUCTION

La hausse des prix à la production dans l'industrie (hors construction) a continué d'évoluer en territoire négatif, s'établissant à -1,7 % en rythme annuel en février, après -1,4 % en janvier (cf. tableau 7 et graphique 22). Si l'on exclut également l'énergie, la hausse des prix à la production dans l'industrie s'est établie à -0,5 %, après -0,4 % en janvier.

Les tensions sur la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH se sont légèrement accentuées en aval de la chaîne des prix, demeurant toutefois à des niveaux modérés. Le rythme annuel de variation de l'indice des prix à la production des biens de consommation non alimentaires s'est légèrement accéléré pour le troisième mois de suite, ressortant à 0,4 % en février. L'indice des directeurs d'achat relatif aux prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits non alimentaires est resté globalement stable en mars (en moyenne mobile sur trois mois), à un niveau proche de sa moyenne historique. Les données les plus récentes relatives à l'indice des prix à la production de la composante biens intermédiaires, pétrole et matières premières industrielles confirment le caractère modéré des tensions inflationnistes en amont de la chaîne des prix.

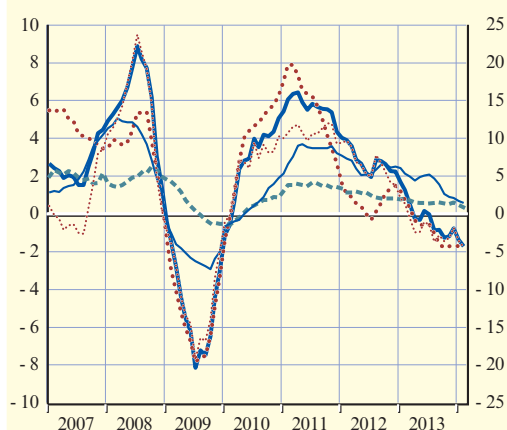
Les tensions sur la composante produits alimentaires de l'IPCH ont continué de diminuer tant en amont qu'en aval de la chaîne des prix. La hausse annuelle des prix à la production des produits alimentaires s'est ralentie de 0,6 % en janvier à 0,4 % en février. L'indice des directeurs d'achat relatif aux consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits alimentaires a fléchi en mars, tandis que l'indice relatif aux marges a progressé pour le deuxième mois consécutif, demeurant toutefois inférieur à sa valeur de décembre. En amont de la chaîne des prix, les données les plus récentes relatives aux prix agricoles à la production dans l'UE et aux cours internationaux des matières premières alimentaires en euros ont continué d'afficher des taux de variation annuels négatifs.

D'un point de vue sectoriel, les derniers résultats d'enquêtes confirment l'existence de tensions modérées sur les prix tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. Les données fournies par les directeurs d'achat font apparaître de légères baisses des indices des prix des consommations intermédiaires et des prix de vente tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services en mars (cf. graphique 23). Tous les sous-indices sont restés proches du seuil de 50

**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)

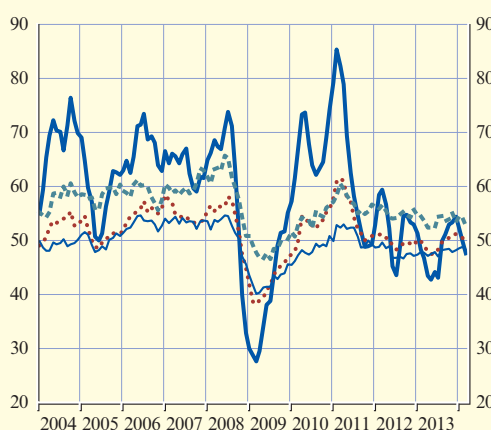


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

**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.

et inférieurs à leur moyenne de long terme. Selon l'enquête de la Commission européenne, les anticipations relatives aux prix de vente pour l'industrie (hors construction) et les services se sont légèrement infléchies en mars et se situent actuellement à des niveaux inférieurs à leurs moyennes de long terme depuis 1999.

### 3.3 INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

Les données les plus récentes relatives aux coûts de main-d'œuvre confirment la faiblesse des tensions d'origine interne sur les prix, évolution conforme à l'atonie du marché du travail dans la zone euro (cf. tableau 8 et graphique 24). Au quatrième trimestre 2013, la hausse annuelle des salaires s'est ralentie au niveau de la zone euro, qu'elle soit mesurée à l'aide de la rémunération par tête ou par heure travaillée. Le profil d'évolution de la croissance des salaires au niveau de la zone euro continue de masquer d'importantes divergences d'un pays à l'autre.

**Tableau 8 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre**

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

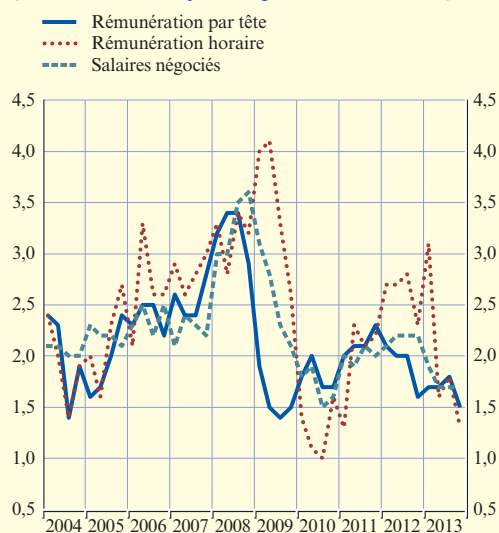
Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE.

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

La rémunération par tête a progressé à un rythme annuel de 1,5 % au quatrième trimestre 2013, après 1,8 % au troisième trimestre. Ce ralentissement a concerné l'ensemble des secteurs, à l'exception des services non marchands (cf. graphique 25). L'augmentation du taux de croissance de la rémunération par tête dans les services non marchands reflète essentiellement l'effet de base associé à la réduction exceptionnelle des salaires du secteur public dans certains pays un an plus tôt. Au-delà de cet effet, la croissance de la rémunération par tête est demeurée relativement stable au cours des derniers trimestres et se conforme ainsi globalement à l'évolution des salaires négociés de la zone euro, qui ont enregistré une croissance inchangée à 1,7 % au troisième et quatrième trimestres 2013, et, selon les données provisoires, au premier trimestre 2014 également. La progression des salaires, mesurée par la rémunération horaire, a fléchi à 1,3 % au quatrième trimestre, contre 1,8 % au troisième trimestre.

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

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)

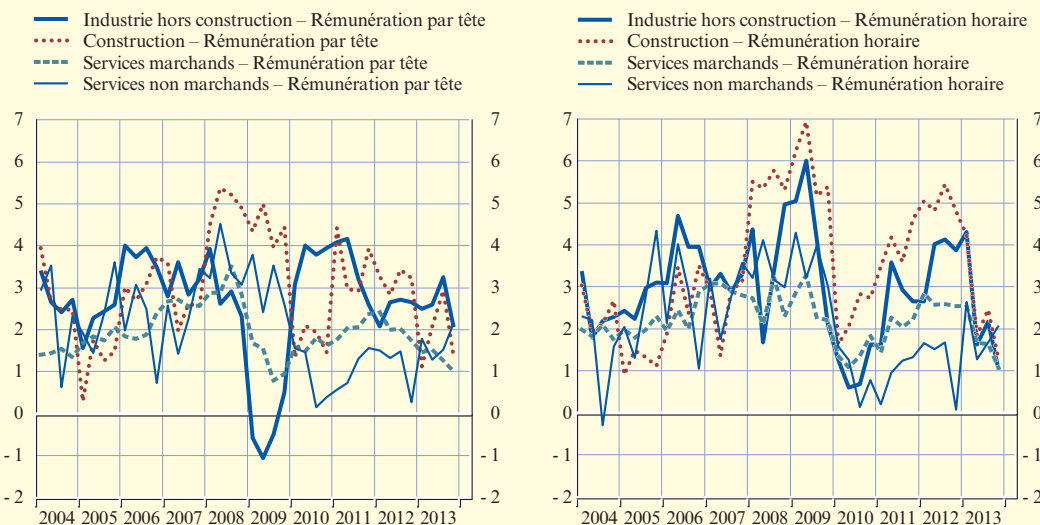


Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE.  
Note : Les données se rapportent à l'Euro 18.

Le taux de variation annuel des coûts unitaires de main d'œuvre a reculé progressivement en 2013, traduisant un redressement de la productivité conjugué au maintien d'une croissance modérée des salaires.

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

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent à l'Euro 18. 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 secteurs O à Q suivant la ventilation de la NACE Révision 2). Les « services marchands » se définissent comme le reliquat par rapport au total des services (secteurs G à U suivant la ventilation de la NACE Révision 2).

Au quatrième trimestre 2013, le rythme annuel de variation de la productivité du travail s'est inscrit à 0,9 %, après 0,6 % au trimestre précédent. L'accroissement de la croissance de la productivité, couplée à un ralentissement de la progression de la rémunération par tête s'est traduit par un recul de la hausse annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre à 0,6 % au quatrième trimestre 2013. Au cours des prochains mois, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait se maintenir à de bas niveaux en 2014, reflétant une accentuation conjoncturelle de la hausse de la productivité, eu égard à la réaction décalée de l'emploi à la reprise économique et aux taux de progression globalement inchangés de la rémunération par tête.

### 3.4 PRÉVISIONS D'INFLATION

Sur la base des taux de change courants et des cours constatés des contrats à terme sur l'énergie, la hausse annuelle de l'IPCH devrait se renforcer légèrement en avril, en partie en raison de la volatilité des prix des services sur la période des fêtes pascales. Durant les mois suivants, l'inflation en rythme annuel devrait rester faible, avant de se redresser progressivement en 2015 pour atteindre des niveaux plus proches de 2 % vers fin 2016. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et long terme restent solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Les risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pesant sur les perspectives d'évolution des prix demeurent limités et globalement équilibrés à moyen terme. Dans ce contexte, les éventuelles répercussions des risques géopolitiques et des évolutions du taux de change seront étroitement surveillées.



## 4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,2% en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2013, après, respectivement, 0,1% et 0,3% au cours des deux précédents trimestres. Les données d'enquêtes relatives au premier trimestre de cette année vont dans le sens de la poursuite d'une croissance modérée, confirmant les anticipations antérieures selon lesquelles le redressement en cours serait de plus en plus soutenu par le raffermissement de la demande intérieure. Par la suite, la demande intérieure devrait continuer de se redresser, à la faveur de l'orientation accommodante de la politique monétaire, des effets de l'amélioration actuelle des conditions de financement sur l'économie réelle et des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, les revenus réels sont soutenus par des évolutions modérées des prix, en particulier par la baisse des prix de l'énergie. L'activité économique devrait également bénéficier d'un renforcement graduel de la demande extérieure adressée à la zone euro. Cela étant, même si le marché du travail a affiché les premiers signes d'une amélioration, le chômage demeure important dans la zone euro et, globalement, le niveau des capacités productives inutilisées est élevé. En outre, le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur le rythme de la reprise économique. Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse.

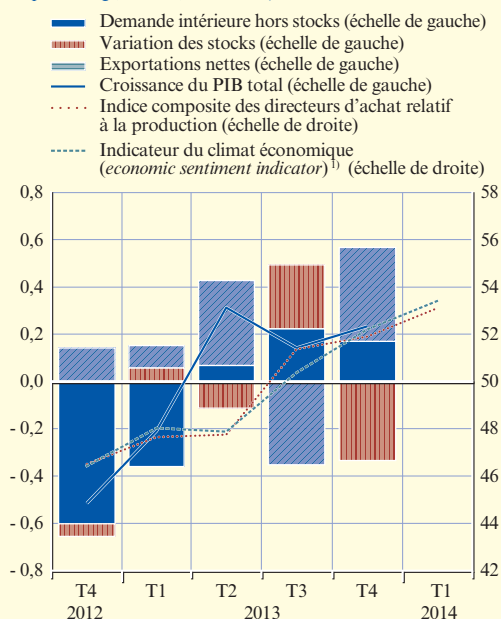
### 4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

Le PIB en volume a augmenté de 0,2% au dernier trimestre 2013, s'inscrivant ainsi en hausse pour le troisième trimestre consécutif (cf. graphique 26). Ce dernier résultat représente une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage des estimations précédentes. La demande intérieure a continué d'apporter une contribution positive à la croissance au quatrième trimestre, constituant ainsi le principal moteur de la reprise actuelle. Après une contribution temporairement négative au troisième trimestre, les exportations nettes ont également apporté une contribution positive, reflétant un renforcement de la croissance des exportations parallèlement à une moindre progression des importations. Dans le même temps, la variation des stocks a apporté une contribution négative à la croissance, contrebalançant totalement l'impulsion positive du trimestre précédent. Au dernier trimestre 2013, la production était toujours inférieure de quelque 3% à son pic d'avant la récession au premier trimestre 2008 et de moins de 1% à son pic d'après la récession au troisième trimestre 2011.

En ce qui concerne le premier trimestre 2014, les données d'enquêtes vont dans le sens de la poursuite d'une croissance positive. Bien que l'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production se soit inscrit en légère baisse en mars, il a continué d'augmenter entre le quatrième trimestre 2013 et le premier trimestre 2014 (cf. l'encadré 7 de la section 4.2). Dans le même temps, l'indicateur du

**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 de la CE**

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

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

sentiment économique (ESI), publié par la Commission européenne, a progressé assez fortement en mars, sa moyenne trimestrielle du premier trimestre étant supérieure à celle du quatrième trimestre 2013 ainsi qu'à sa moyenne de long terme. La croissance devrait demeurer modérée en 2014, avant de repartir légèrement en hausse. Cette lenteur de la reprise, qui n'est pas inhabituelle après une crise financière, implique que l'écart de production (différence en pourcentage entre la production effective et la production potentielle) ne devrait se résorber que progressivement (cf. encadré 5).

#### Encadré 5

### LA SOUS-UTILISATION DES CAPACITÉS PRODUCTIVES DANS L'ÉCONOMIE DE LA ZONE EURO

Le degré de sous-utilisation des capacités productives de l'économie est un élément clé pour évaluer l'interaction entre les facteurs d'offre et de demande et la phase du cycle économique, et constitue donc un élément important des analyses de la politique monétaire. Toutefois, une très grande incertitude entoure les estimations du PIB potentiel et des écarts de production (habituellement définis comme la différence en pourcentage entre la production effective et la production potentielle) qui font généralement l'objet de révisions significatives au fil du temps. En effet, il s'agit de données non observables et très difficiles à estimer de façon empirique, et il n'existe pas de méthode d'estimation ou de définition communément admise du PIB potentiel. Le présent encadré analyse l'incidence des différentes définitions du PIB potentiel sur les estimations de l'écart de production. Il évalue également, à l'aide de plusieurs autres estimations et indicateurs, le degré de sous-utilisation des capacités productives que présente actuellement l'économie de la zone euro.

#### Les concepts utilisés pour l'estimation du PIB potentiel

L'écart de production est habituellement défini comme la différence entre le niveau de la production effective et celui de la production potentielle. Ce dernier correspond au niveau de production qu'une économie est susceptible d'atteindre dans certaines circonstances, en général une situation théorique dans laquelle la fixation des prix et des salaires au sein de l'économie n'est pas contrainte par des rigidités nominales. À court terme, les prix peuvent être rigides et ne pas réagir pleinement aux différentes évolutions de l'offre et de la demande ; à long terme, en revanche, il est plus probable qu'ils seront flexibles et capables de s'ajuster aux chocs.

Compte tenu de son caractère non observable, l'écart de production est difficile à évaluer, notamment en temps réel. Il existe plusieurs méthodes d'estimation, selon que l'on évalue les évolutions à court terme ou à long terme du PIB potentiel<sup>1</sup>. Les méthodes les plus simples, telles que l'utilisation du filtre Hodrick-Prescott, sont des méthodes purement statistiques qui étudient les profils d'évolution des séries de données relatives à la production, abstraction faite de toute relation économique avec d'autres variables. Selon les hypothèses formulées, ces méthodes peuvent produire des estimations plus ou moins stables du PIB potentiel (et donc des écarts de production respectivement plus ou moins importants). Dans les approches fondées sur la courbe de Phillips théorique, le PIB potentiel est égal au niveau de production qui n'accélère pas l'inflation. Cependant, si la véritable relation entre le degré de sous-utilisation des capacités productives et l'inflation s'éloigne de l'hypothèse formulée, les estimations de l'écart de production peuvent être biaisées<sup>2</sup>. C'est le cas, par exemple, lorsque les prix et les salaires sont rigides, ou subissent des chocs affectant les coûts (par exemple des chocs sur les prix de l'énergie ou d'autres

1 Pour un examen détaillé des méthodes utilisées pour estimer le PIB potentiel, cf. l'article intitulé *PIB potentiel et écart de production : concepts, utilisations et évaluations* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2000.

2 Cf. C. Borio, P. Disyatat et M. Juselius, *A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output*, BIS Working Papers n° 442, Banque des règlements internationaux, février 2014.

matières premières). Les estimations fondées sur l'approche par la fonction de production présentent une ventilation du PIB potentiel selon les contributions de ses composantes (c'est-à-dire le capital, le travail et la productivité globale des facteurs)<sup>3</sup>. Bien que les estimations individuelles de chaque composante de la fonction de production soient également empreintes d'incertitude, cette approche a l'avantage d'expliquer quels sont les facteurs économiques responsables des variations estimées du PIB potentiel.

D'après de récentes études sur les écarts de production (cf., par exemple, Borio *et al.*)<sup>4</sup>, le contenu en information des indicateurs de coût (de la main-d'œuvre) n'est pas suffisant pour évaluer les tensions globales sur les prix, le volet financier de l'économie étant susceptible de créer des déséquilibres, *via* la hausse des prix des logements ou du crédit. De fait, la période précédant la crise financière a été caractérisée par une inflation faible et stable dans la zone euro (signalant de faibles écarts de production positifs), et par l'apparition de bulles financières et/ou immobilières dans certains pays. Les études préconisent donc une nouvelle approche prenant en compte les informations relatives au cycle financier pour estimer l'écart de production. Cette nouvelle approche devrait produire des estimations un peu plus élevées de l'écart de production, à la fois durant les phases de reprise et en période de récession, dans les pays en proie à ce type de bulles.

Enfin, le PIB potentiel à long terme se définit comme le niveau de production pouvant être atteint à long terme lorsque les composantes du PIB potentiel ont convergé vers des valeurs d'équilibre. Par exemple, les taux de chômage de longue durée sont censés être influencés uniquement par les facteurs institutionnels du marché du travail (cf. Orlandi)<sup>5</sup>. Ces estimations peuvent être plus utiles pour évaluer le caractère durable des soldes budgétaires structurels ou extérieurs plutôt que les tensions inflationnistes à court terme. Elles font ressortir une moindre procyclicité du PIB potentiel et des écarts de production plus importants, aussi bien en phase de reprise qu'en période de récession. Dans l'ensemble, les estimations de l'écart de production utilisées pour évaluer les tensions inflationnistes adoptent une perspective à plus court terme.

### Les mesures et les estimations récentes de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro

Pour évaluer le degré de sous-utilisation des capacités productives et les éventuelles tensions inflationnistes dans l'économie de la zone euro, le présent encadré fait appel à des indicateurs axés sur le court et sur le moyen terme. Ils se répartissent globalement en deux groupes : le premier groupe se compose des estimations de l'écart de production établies par les institutions internationales, à partir des estimations individuelles du PIB potentiel. À cette fin, les institutions internationales utilisent le plus souvent l'approche par la fonction de production, alors que pour évaluer l'évolution des taux de chômage structurels, qui jouent un rôle important dans la croissance du PIB potentiel, elles ont souvent recours à des filtres tirés de la courbe de Phillips.

Selon les récentes estimations de l'écart de production établies par les institutions internationales, le degré de sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro est très élevé. Selon l'estimation de la Commission européenne, l'écart de production pour 2014 s'élève à -2,4 %, contre -3,8 % d'après l'OCDE. La fourchette de ces estimations s'élargit encore sur l'horizon de projection allant jusqu'à 2016 (cf. graphique A). Il convient de garder à l'esprit que les institutions internationales utilisent des méthodes quelque peu différentes. Toutefois, les prévisions s'accordent toutes sur le fait que l'écart ne devrait se résorber que progressivement et rester négatif au cours de la période allant de 2014 à 2016.

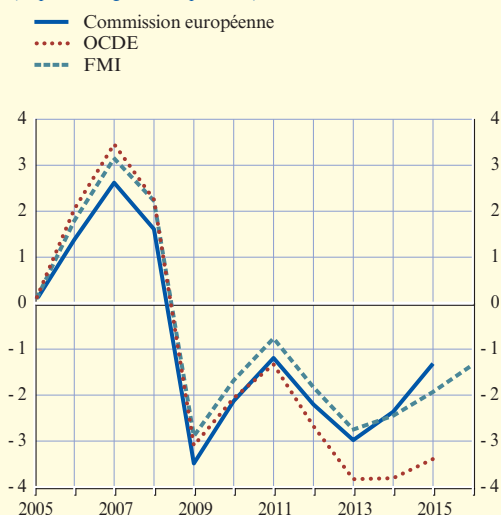
3 Cf. F. D'Auria *et al.*, *The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps*, European Economy, Economic Papers 420, Commission européenne, juillet 2010.

4 Cf. C. Borio *et al.*, *Rethinking potential output : Embedding information about the financial cycle*, BIS Working Papers n° 404, Banque des règlements internationaux, février 2013.

5 Il s'agit des politiques actives relatives au marché du travail, du taux de remplacement des prestations de chômage, du coïncidence fiscal pesant sur le travail et du taux de syndicalisation. Cf. F. Orlandi, *Structural unemployment and its determinants in the EU countries*, European Economy, Economic Papers 455, Commission européenne, mai 2012.

**Graphique A Projections relatives  
à l'écart de production pour la zone euro  
établies par différentes institutions**

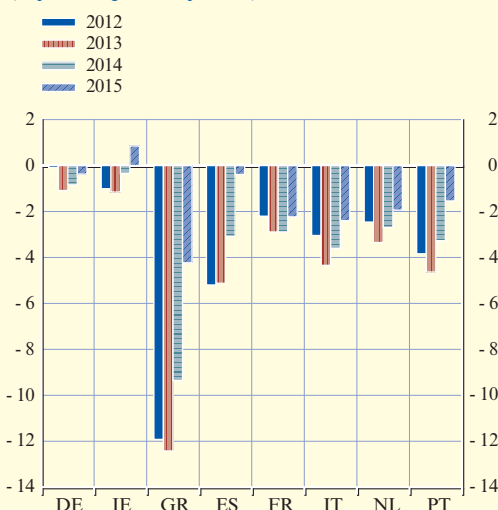
(en pourcentage du PIB potentiel)



Sources : Prévisions d'hiver de la Commission européenne, février 2014 ; *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, octobre 2013 ; et *Perspectives économiques* de l'OCDE, novembre 2013.

**Graphique B Écarts de production  
constatés dans les différents pays**

(en pourcentage du PIB potentiel)



Source : Commission européenne.

Le graphique B fait état de très fortes disparités entre les pays s'agissant des estimations par la Commission européenne du degré de sous-utilisation des capacités productives<sup>6</sup>. D'après ces estimations, l'Allemagne présente un faible degré de sous-utilisation, avec un écart de production actuellement inférieur à -1% et qui devrait être presque entièrement comblé d'ici à 2015. En revanche, dans les pays gravement touchés par la crise, notamment en Grèce, les écarts de production estimés sont beaucoup plus importants. Ils ne devraient se résorber que progressivement et demeurer autour de -2% en 2015.

Pour vérifier la fiabilité des estimations de l'écart de production, un certain nombre d'autres mesures de la sous-utilisation des capacités productives peuvent être utilisées, comme les indicateurs fondés sur l'utilisation des capacités ou tirés d'enquêtes, qui rendent compte de la mesure dans laquelle des facteurs tels que la disponibilité de la main-d'œuvre et le niveau de la demande limitent la production. Ces données sont tirées de l'enquête menée par la Direction générale de l'Économie et des Finances de la Commission européenne auprès des entreprises. Les estimations de l'écart de production ont pour inconvénient de faire l'objet de révisions très importantes, comme en témoigne leur réévaluation pour la période antérieure à 2008. Les mesures tirées d'enquêtes sont plus à jour et ne font généralement pas l'objet de révisions mais elles ont, elles aussi, leurs inconvénients. Le taux d'utilisation des capacités productives couvre un seul secteur économique et, lorsqu'ils déclarent leur degré individuel d'utilisation des ressources, les participants n'ont pas à l'esprit le degré global de sous-utilisation des capacités productives de l'économie. S'agissant des facteurs qui pèsent sur la production, ces données d'enquêtes sont par essence subjectives, et les réponses peuvent être hautement influencées par les évolutions récentes plutôt que par la référence à une valeur moyenne fiable à long terme.

Les estimations de l'écart de production et les mesures tirées d'enquêtes ne parviennent pas toujours au même résultat en ce qui concerne l'évaluation du degré de sous-utilisation des capacités productives, mais elles sont généralement considérées comme ayant une relation

<sup>6</sup> Estimations de la Commission européenne publiées dans *European Economic Forecast*, European Economy, 2, février 2014.

empirique forte <sup>7</sup>. En effet, la corrélation entre l'écart de production estimé par la Commission européenne et les deux mesures tirées d'enquêtes (l'utilisation des capacités et le frein qu'une insuffisance de la demande exerce sur la production) est raisonnablement élevée pour la période 1997-2013, ce qu'illustre également la grande similarité des profils d'évolution cyclique de ces mesures (cf. graphique C). En outre, les mesures tirées d'enquêtes semblent fournir une indication utile en temps réel de l'ampleur de l'écart de production : pour la période s'achevant en 2008, elles affichent une corrélation relativement élevée avec les estimations de l'écart de production pour cette période produites depuis fin 2013 (qui peuvent être considérées comme des estimations « *ex post* »), mais nettement moins importante avec celles établies en 2007, qui ont largement sous-estimé l'écart de production positif.

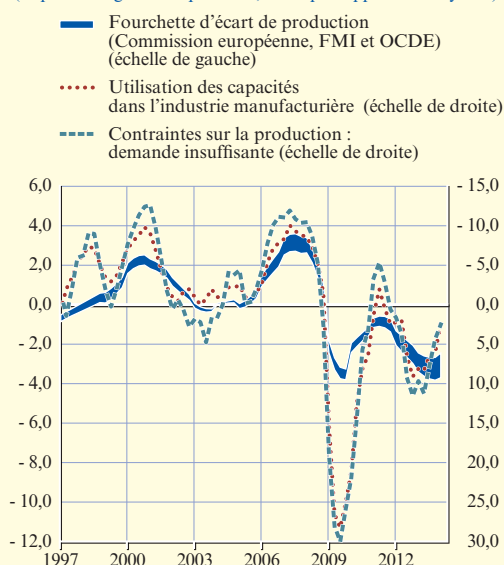
S'agissant de l'évaluation la plus récente de la sous-utilisation des capacités productives, les estimations des institutions internationales et les deux mesures tirées d'enquêtes font état d'une offre excédentaire et d'une sous-utilisation des capacités dans l'économie de la zone euro sur toute la période depuis 2009, mais également d'un resserrement progressif de l'écart de production ayant débuté en 2013 (cf. graphique C). Les indicateurs tirés d'enquêtes disponibles pour le premier trimestre 2014 font état d'une nouvelle diminution de la sous-utilisation des capacités productives, qui demeure néanmoins significative.

### La sous-utilisation des capacités sur le marché du travail

La sous-utilisation des capacités sur le marché du travail est mesurée par l'écart de chômage, c'est à dire la différence entre le taux de chômage et le taux de chômage n'accélérant pas l'inflation (NAIRU ; cf. graphique D). Les estimations récentes de l'écart de chômage établies par les institutions internationales indiquent, en moyenne, que la sous-utilisation des capacités

**Graphique C Écart de production, utilisation des capacités et contraintes sur la production dues à une insuffisance de la demande dans la zone euro**

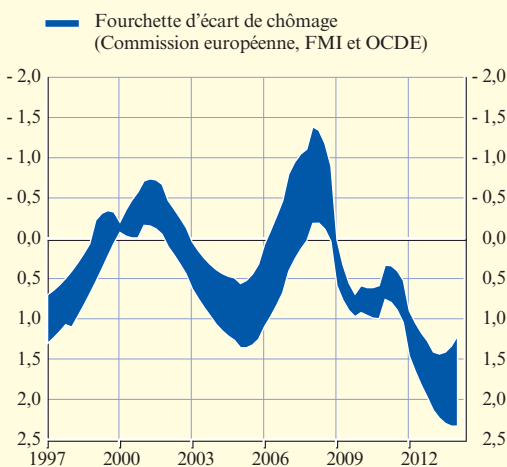
(en pourcentage du PIB potentiel ; écarts par rapport à la moyenne)



Sources : Prévisions d'hiver de la Commission européenne, février 2014 ; *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, octobre 2013 ; et *Perspectives économiques* de l'OCDE, novembre 2013. Notes : Les écarts de production trimestriels sont interpolés à partir des estimations annuelles des institutions internationales. La dernière observation relative à l'utilisation des capacités et aux contraintes sur la production porte sur janvier 2014.

**Graphique D Écart de chômage dans la zone euro**

(en pourcentage de la population active ; écarts par rapport à la moyenne)



Sources : Prévisions d'hiver de la Commission européenne, février 2014 ; *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, octobre 2013 ; et *Perspectives économiques* de l'OCDE, novembre 2013.

<sup>7</sup> Cf. l'encadré intitulé *Comparaison des estimations de l'écart de production pour la zone euro avec d'autres indicateurs conjoncturels* du *Bulletin mensuel* de juin 2011.

sur le marché du travail a atteint son niveau le plus élevé depuis 1997. Dans le même temps, l'incertitude qui entoure l'écart de chômage, mesurée par la fourchette des estimations des institutions internationales, s'est nettement accentuée depuis 2012.

### Les facteurs à l'origine des évolutions du PIB potentiel

Compte tenu de la baisse substantielle du PIB en volume dans la zone euro et dans plusieurs pays différents, les écarts de production négatifs estimés auraient été encore plus importants si la croissance du PIB potentiel n'avait pas également fléchi de manière significative. De nombreux facteurs expliquent le ralentissement de la croissance du PIB potentiel<sup>8</sup>. L'investissement dans la zone euro a diminué de plus de 15% depuis le pic d'activité en 2008, sous l'effet de facteurs tels que le stock important de capital obsolète et la réduction durable des activités et des effectifs dans certains secteurs, la forte incertitude, la détérioration des conditions de financement et l'endettement des entreprises. En outre, le taux moyen de mise au rebut des actifs immobilisés s'est probablement inscrit en hausse parallèlement à l'augmentation des liquidations d'entreprises liées à la crise. Dans certains pays, la création nette d'entreprises dans le secteur de la construction, qui était positive avant la crise, est devenue fortement négative depuis 2009, en liaison avec une perte de capital résultant du stock de capital obsolète et des liquidations d'entreprises. Certains pays caractérisés par un secteur manufacturier à forte intensité capitaliste et technologique ont également souffert du processus de réduction des activités et des effectifs et de la fermeture d'entreprises depuis 2009.

Les taux de chômage structurel ont augmenté depuis le début de la crise financière, réduisant la contribution de la main-d'œuvre à la croissance du PIB potentiel. Cette hausse est liée à l'augmentation du chômage de longue durée dans de nombreux pays. Plus les chômeurs restent longtemps sans emploi, plus leurs qualifications et leur capital humain s'érodent et moins ils présentent d'attrait pour les employeurs potentiels. Ils sont aussi susceptibles de se décourager et d'interrompre leur recherche d'emploi. Les inadéquations entre l'offre et la demande de travail ont également augmenté, signalant une forte diminution de la demande de travailleurs faiblement qualifiés. Selon les analyses économétriques, la courbe de Beveridge, qui retrace le taux de chômage et le taux d'emplois vacants, s'est éloignée de son point d'origine dans de nombreux pays (cf. graphique E), ce qui signifie qu'une augmentation du nombre d'emplois vacants n'est pas suivie d'une baisse du chômage, d'où une détérioration structurelle du marché du travail<sup>9</sup>.

La contribution de la productivité globale des facteurs (PGF) au PIB potentiel a elle aussi légèrement fléchi durant la crise, demeurant modérée depuis, ce qui corrobore l'expérience des précédentes crises financières. La persistance

#### Graphique E Déplacements de la courbe de Beveridge dans la zone euro

(en pourcentage de la population active)

Axe des abscisses : taux de chômage  
Axe des ordonnées : taux d'emplois vacants



Sources : Eurostat et Commission européenne.

<sup>8</sup> Pour un examen plus détaillé, cf. l'article intitulé *PIB potentiel, sous-utilisation des capacités et lien avec les évolutions nominales depuis le début de la crise* du *Bulletin mensuel* de novembre 2013.

<sup>9</sup> Pour de plus amples informations, cf. B. Bonthuis, V. Jarvis et J. Vanhala, *What's going on behind the euro area Beveridge curve(s)?*, Working Paper Series n° 1586, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2013.



de faibles degrés d'utilisation des capacités résultant de l'atonie de l'activité économique a réduit l'efficacité de l'utilisation du capital et du travail. Le capital humain spécifique à certains secteurs et entreprises durablement touchés par la réduction des activités et des effectifs a sans doute été gravement mis à mal. En revanche, le passage des facteurs de production de secteurs en déclin à plus faible productivité vers des secteurs en expansion affichant une productivité plus élevée a probablement compensé en partie ces effets négatifs sur la progression globale de la PGF dans la zone euro.

### Conclusion

Globalement, de nombreux facteurs ont contribué au recul de la croissance du PIB potentiel dans l'ensemble de la zone euro au cours des dernières années. Il s'agit notamment de la restructuration sectorielle, de l'érosion des compétences et de la perte de capital physique et humain, mais aussi de la surestimation en temps réel de la croissance du PIB potentiel au cours des années précédant la crise dans un contexte d'accroissement rapide de l'endettement et des déséquilibres dans plusieurs pays de la zone euro. Cela s'est traduit par un degré moins élevé de sous-utilisation des capacités au sein de l'économie que celui susceptible d'être observé avec une tendance plus stable du PIB potentiel. Cela étant, la sous-utilisation des capacités de l'économie dans la zone euro, mesurée par différents types d'indicateurs, demeure considérable et devrait freiner les tensions à la hausse sur l'inflation. À cet égard, il est important de noter que ces dernières années, ce n'est pas seulement l'incertitude entourant les estimations de la sous-utilisation des capacités productives qui a été plus élevée qu'habituellement, mais également celle liée à l'incidence de la sous-utilisation des capacités et à l'ampleur de cette incidence. Des éléments indiquent, par exemple, que pour l'ensemble de la zone euro, l'incidence de la sous-utilisation des capacités sur les prix s'est atténuée depuis le démarrage de crise. Cela peut refléter, par exemple, un meilleur ancrage des anticipations d'inflation<sup>10</sup>. Dans le même temps, les réformes structurelles du marché du travail et des marchés des biens et services mises en œuvre dans de nombreux pays de la zone euro ces dernières années ont probablement réduit les rigidités nominales, ce qui influe non seulement sur les estimations du degré même de sous-utilisation des capacités productives mais pourrait également se traduire à l'avenir par une plus forte réactivité de l'inflation à la sous-utilisation des capacités. Tous ces éléments créent une forte incertitude qui met en garde contre le recours à des estimations ponctuelles de la sous-utilisation des capacités productives pour établir des prévisions d'inflation.

<sup>10</sup> Cf. l'encadré intitulé *L'ancrage des anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2013.

Au quatrième trimestre 2013, la consommation privée de la zone euro a augmenté de 0,1 % en glissement trimestriel, après un taux de croissance comparable aux deux trimestres précédents. Les derniers résultats reflètent très probablement une hausse de la consommation de services et des achats de véhicules, partiellement compensée par une baisse de la dépense au titre des biens de consommation courante.

S'agissant du premier trimestre 2014, les informations disponibles indiquent, dans l'ensemble, une nouvelle hausse, quoique modérée, de la consommation privée. En janvier, les ventes au détail en volume ont progressé de 1,6 %, en glissement mensuel, soit un niveau supérieur de 1 % à la moyenne enregistrée au quatrième trimestre 2013, où elles avaient diminué de 0,5 % en rythme trimestriel. En outre, en janvier et en février, les nouvelles immatriculations de voitures particulières dans la zone euro ont été inférieures en moyenne de près de 3 % au niveau moyen enregistré au quatrième trimestre, où elles s'étaient accrues de 5,2 % d'un trimestre sur l'autre. La faiblesse des immatriculations de voitures au début de l'année, ainsi que la forte croissance des ventes qui avait été observée au quatrième trimestre 2013, s'expliquent en partie par la mise en œuvre de relèvements de la fiscalité au début de l'année dans certains pays.



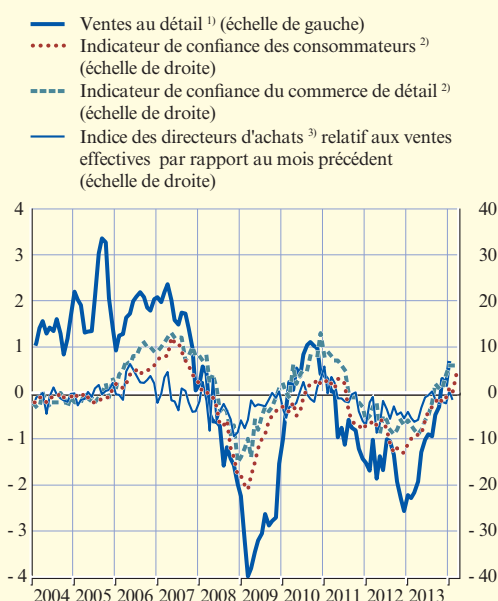
Selon les données d'enquêtes relatives au secteur du commerce de détail pour le premier trimestre 2014, les achats de biens de consommation ont affiché une croissance modérée (cf. graphique 27). L'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur du commerce de détail s'est encore amélioré au premier trimestre. De plus, la confiance des consommateurs s'est nettement renforcée en mars, poursuivant ainsi la tendance haussière qui s'était momentanément interrompue en février. La confiance est désormais au-dessus de sa moyenne de long terme, ce qui corrobore l'amélioration actuellement modeste des dépenses de consommation. L'indice des directeurs d'achat pour les ventes au détail s'est inscrit en hausse, passant en moyenne de 47,8 au quatrième trimestre à 49,5 en janvier et en février. Ce niveau inférieur à, mais proche de 50 souligne l'atonie des ventes au premier trimestre 2014. Enfin, l'indicateur concernant les intentions d'achats importants est demeuré à un faible niveau, ce qui laisse penser que les consommateurs continuent d'être prudents dans leurs décisions d'achat de biens durables.

La FBCF a fortement progressé, de 1,1 % en rythme trimestriel, au dernier trimestre 2013. Cette hausse fait suite à deux trimestres de croissance positive, ce qui indique que la reprise en cours s'est ancrée plus fermement. S'agissant des composantes de l'investissement au quatrième trimestre, l'investissement hors construction et, dans une moindre mesure, l'investissement dans la construction, qui représentent chacun la moitié environ de l'investissement total, ont affiché des taux de croissance positifs en rythme trimestriel. L'investissement productif devrait continuer de croître de façon modérée, au fur et à mesure de la reprise progressive de la demande, de l'amélioration de la confiance et des conditions de financement et de la baisse de l'incertitude (cf. encadré 6).

Les données relatives à la formation de capital fixe publiées récemment vont dans le sens d'une poursuite de la croissance au premier trimestre, mais très probablement à un rythme plus lent qu'au dernier trimestre 2013. En janvier 2014, la production industrielle de biens d'équipement, indicateur de l'investissement futur hors construction, s'est inscrite en hausse de 0,9%, en glissement mensuel. Sur la même période, la production de biens d'équipement s'est inscrite plus de 1 % au-dessus de sa moyenne du quatrième trimestre 2013, où elle avait progressé de 0,7% en rythme trimestriel. Même si cette évolution représente un démarrage positif pour le premier trimestre, la forte volatilité mensuelle des données relatives à la production incite à une évaluation prudente. Des résultats d'enquêtes plus récents dressent un tableau analogue. Par exemple, l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier, qui est orienté à la hausse depuis mi-2012, s'est encore amélioré au premier trimestre. De même, l'indicateur relatif à la confiance dans l'industrie établi par la Commission européenne a de nouveau progressé entre le quatrième trimestre 2013 et le premier trimestre 2014 pour s'établir au-dessus de sa moyenne de long terme.

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

(données mensuelles)



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

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

## LES FACTEURS À L'ORIGINE DU RECU ET DU REDRESSEMENT DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

Le niveau de l'investissement des entreprises s'est considérablement réduit depuis le pic d'activité de 2008, contribuant fortement au recul du PIB dans la zone euro<sup>1</sup>. Il a commencé à se redresser au deuxième trimestre 2013 et, selon les projections macroéconomiques de mars 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro, il devrait continuer de se raffermir jusqu'en 2016, à un niveau toutefois nettement inférieur à son point haut d'avant la crise<sup>2</sup>. Cet encadré présente des faits stylisés relatifs au recul de l'investissement des entreprises, examine les facteurs à l'origine de cette évolution et en tire des conclusions s'agissant du redressement projeté de l'activité.

Depuis 2008, l'investissement des entreprises dans la zone euro a affiché certaines évolutions caractéristiques des crises financières, à savoir une baisse plus prononcée suivie d'un redressement plus lent qu'habituellement observé lors de récessions n'étant pas associées à des crises financières (récessions dites « normales ») (cf. graphique A). En 2011, la zone euro a traversé une autre récession dans le contexte d'une crise des obligations souveraines dans plusieurs pays de la zone, qui s'est accompagnée d'un recul prononcé de l'investissement des entreprises.

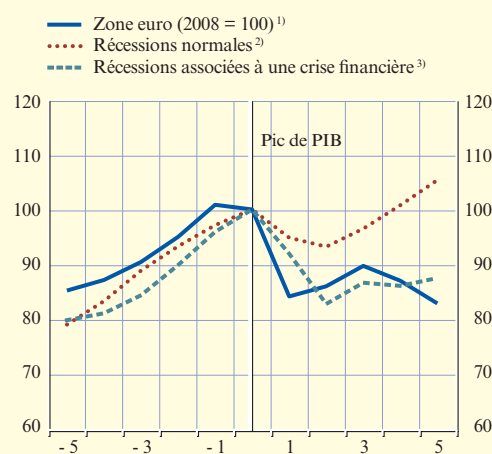
D'un point de vue international, une comparaison de l'investissement des entreprises dans la zone euro avec celui d'autres économies avancées montre que, si l'investissement dans la zone euro a évolué de façon globalement comparable à l'investissement dans les autres économies avancées sur la période 2008-2010, il a été relativement plus faible depuis 2011, notamment par rapport aux États-Unis (cf. graphique B).

Une comparaison des évolutions de l'investissement dans la zone euro par secteurs montre que les contractions enregistrées en 2009 et 2012 sont essentiellement imputables au recul observé dans le secteur des services (cf. graphique C). Si l'investissement dans le secteur de la construction a affiché la plus forte baisse (45%), sa contribution au recul a néanmoins été plutôt modeste, en raison de sa part relativement faible dans l'investissement total. Dans l'ensemble, par rapport aux précédents cycles, les baisses enregistrées dans les services et la construction ont été exceptionnelles, tandis que celle observée dans le secteur industriel (hors construction) depuis 2009 a été comparable aux ralentissements antérieurs de l'activité.

**Graphique A Investissement des entreprises durant des récessions normales et des crises financières**

(indice, pic de PIB = 100)

axe des abscisses : année



Sources : OCDE et Eurostat.

1) L'investissement des entreprises de la zone euro est calculé à partir de la FBCF des sociétés non financières. La série corrigée de l'effet prix est obtenue à partir du déflateur de la FBCF.

2) Les récessions normales se définissent comme les récessions n'étant pas associées à des crises financières. L'évolution médiane est calculée à partir d'un ensemble de données relatives à seize économies avancées de 1970 à 2012.

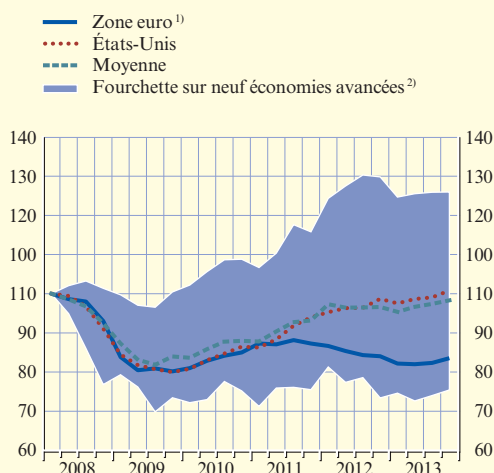
3) Laeven et Valencia (2013) ont identifié 17 crises financières.

1 Pour plus de détails sur le recul de l'investissement des entreprises, cf. l'encadré intitulé *Investissement des entreprises : une reprise modérée en perspective* du *Bulletin mensuel* de janvier 2014.

2 Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de mars 2014 établies par les services de la BCE* du *Bulletin mensuel* de mars 2014.

**Graphique B Comparaison internationale de l'investissement depuis 2008**

(indice ; T1 2008 = 100)



Sources : OCDE, calculs à partir des comptes nationaux.

1) L'investissement des entreprises de la zone euro est calculé à partir de la FBCF des sociétés non financières. La série corrigée de l'effet prix est obtenue à partir du déflateur de la FBCF.

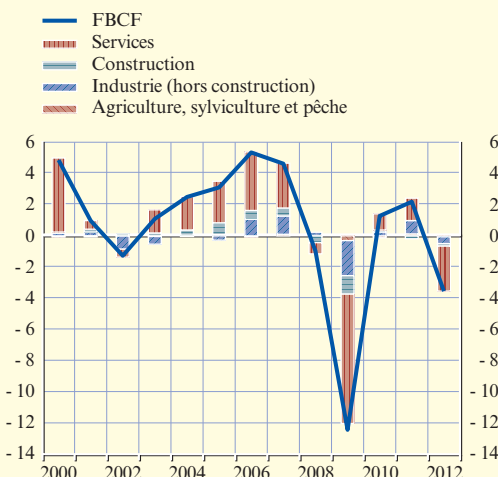
2) Les neuf économies avancées sont l'Australie, le Canada, le Danemark, le Japon, la Norvège, la Corée du Sud, la Suède, le Royaume-Uni et les États-Unis.

Plusieurs facteurs jouent un rôle dans les décisions d'investissement des entreprises. Certains de ces facteurs sont standard, tels que la rentabilité et la demande. En effet, la faiblesse de l'investissement des entreprises depuis 2008 correspond à une atonie de la demande, à une progression limitée de la rentabilité et à la faiblesse des incitations à investir, comme le montre le ratio rapportant la valeur de marché d'un actif à sa valeur de remplacement, ou q de Tobin (cf. graphique D). Il existe également d'autres facteurs, plus spécifiques à la crise, tels que l'incertitude, les conditions financières et des facteurs structurels, qui ont été particulièrement importants depuis 2008.

Premièrement, un certain nombre d'éléments indiquent que l'investissement des entreprises réagit aux variations de l'incertitude en raison du caractère irréversible des décisions d'investissement et des coûts d'ajustement. Selon les indicateurs disponibles, les fortes hausses de l'incertitude entourant les marchés financiers, l'économie et les politiques

**Graphique C FBCF et contributions sectorielles ; zone euro**

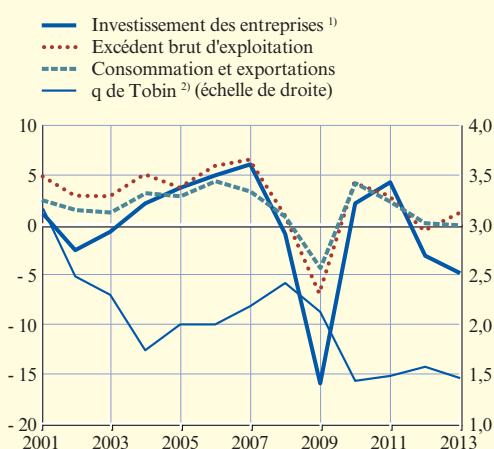
(variation annuelle en pourcentage et contributions)



Sources : Eurostat et calcul des services de la BCE.

**Graphique D Investissement des entreprises et de certains de ses déterminants**

(variation annuelle en pourcentage)



Sources : Datastream, Eurostat et projections macroéconomiques de mars 2014 pour la zone euro réalisées par les services de la BCE.

1) L'investissement des entreprises de la zone euro est calculé à partir de la FBCF des sociétés non financières. La série corrigée de l'effet prix est obtenue à partir du déflateur de la FBCF.

2) Le q de Tobin se définit comme le ratio de la valeur de marché d'un actif rapportée à sa valeur de remplacement.

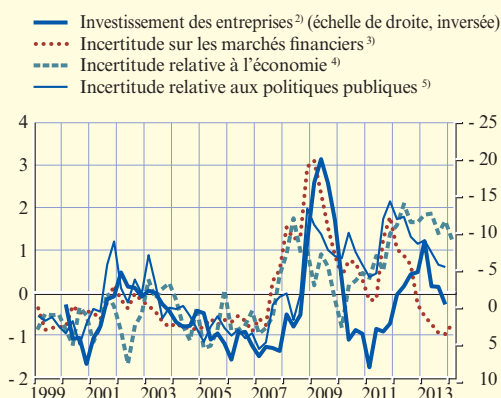
publiques observées en 2008 et 2011 sont corrélées avec le recul de l'investissement des entreprises (cf. graphique E) <sup>3</sup>. Par la suite, l'incertitude sur les marchés financiers s'est considérablement atténuée. L'incertitude relative aux politiques publiques est revenue à des niveaux plus proches de la normale au cours des derniers trimestres, tandis que l'incertitude entourant l'économie demeure élevée. Selon ces indicateurs, l'incertitude pèse désormais moins sur l'investissement des entreprises.

Deuxièmement, des conditions financières défavorables ont sans doute aggravé la faiblesse de l'investissement des entreprises. Les contraintes pesant sur l'offre de crédit ont eu une incidence sur l'investissement dans certains pays, compte tenu de la dépendance relativement élevée des sociétés non financières vis-à-vis des prêts bancaires pour financer l'investissement dans la zone euro et de la forte hausse de la dette des entreprises avant la crise financière. Récemment, les conditions financières se sont améliorées et le coût réel du financement s'établit actuellement à un niveau historiquement bas dans l'ensemble de la zone euro. De plus, la trésorerie des sociétés non financières est abondante. Cette situation semble indiquer que les conditions financières pèsent sur l'investissement des entreprises de façon beaucoup moins prononcée aujourd'hui que durant la crise financière.

Troisièmement, une croissance potentielle moins élevée peut avoir contribué à la faiblesse de l'investissement des entreprises. Le niveau et le taux de croissance du PIB potentiel seraient actuellement beaucoup plus faibles que prévu avant 2008. Par conséquent, la nécessité pour les entreprises de réaliser des investissements pour accroître leurs capacités semble également être moins importante que lors des cycles précédents, durant lesquels le PIB potentiel subissait une incidence moins défavorable. En outre, plusieurs indicateurs font état du maintien d'importantes capacités inutilisées dans l'économie, dénotant également la relative faiblesse du besoin d'investissement de capacités <sup>4</sup>. Les données tirées des enquêtes de la Commission européenne laissent penser que l'investissement de remplacement des entreprises sera plus élevé que d'ordinaire en 2014. En outre, certains secteurs de l'économie semblent souffrir de surcapacités de production particulièrement prononcées, dénotant la nécessité d'un nouveau processus de restructuration qui pourrait peser pendant un certain temps sur l'investissement des entreprises. Si l'analyse sectorielle indique que le secteur de la construction est particulièrement concerné par ces surcapacités de production, le recul inhabituellement prononcé de l'investissement dans les services indique que des surcapacités existent également dans ce secteur.

### Graphique E Croissance de l'investissement des entreprises et incertitude dans la zone euro

(échelle de gauche : écart-type à la moyenne <sup>1)</sup>, échelle de droite : variation annuelle en pourcentage, inversée ; données trimestrielles)



Sources : Base de données sur les marchés financiers de la BCE, Commission européenne et Baker, Bloom et Davis (2013).

Note : Les dernières observations se rapportent à T3 2013 pour l'investissement et à T1 2014 pour l'incertitude.

- 1) Moyenne sur la période T1 1999 à T4 2013.
- 2) L'investissement des entreprises de la zone euro est calculé à partir de la FBCF des sociétés non financières. La série corrigée de l'effet prix est obtenue à partir du déflateur de la FBCF.
- 3) Sur la base de l'indicateur composite des tensions systémiques.
- 4) Incertitude des ménages privés et des entreprises sur la base des enquêtes de la Commission européenne auprès des consommateurs et des chefs d'entreprise.
- 5) Indicateur calculé à partir de la couverture par la presse écrite de l'incertitude économique liée aux politiques publiques et des désaccords entre prévisionnistes en matière d'inflation et de soldes budgétaires.

<sup>3</sup> Pour une description détaillée des trois mesures de l'incertitude, cf. l'encadré intitulé *Comment l'incertitude macroéconomique a-t-elle évolué récemment dans la zone euro?* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2013.

<sup>4</sup> Cf. l'encadré intitulé *La sous-utilisation des capacités productives dans l'économie de la zone euro* du présent *Bulletin mensuel*.

Dans l'ensemble, depuis la forte diminution enregistrée en 2008, l'investissement des entreprises dans la zone euro est demeuré atone, reflétant les évolutions caractéristiques des crises financières sévères. Une analyse par secteurs montre que cette faiblesse est essentiellement imputable au niveau inhabituellement bas de l'investissement dans les services et la construction. Outre des facteurs habituels, tels que l'atonie de la demande, la faible progression de la rentabilité et la faiblesse des incitations à investir, une forte incertitude, des conditions financières défavorables et une croissance potentielle moins élevée ont également constitué des facteurs notables à l'origine de la faiblesse de l'investissement dans la zone euro. À plus long terme, le redressement progressif de la demande et de la rentabilité, une atténuation de l'incertitude ainsi que des conditions financières plus favorables devraient soutenir la reprise attendue de l'investissement des entreprises. Dans le même temps, du fait d'une croissance potentielle estimée moins importante, du niveau élevé de capacités inutilisées subsistant dans l'économie et des effets retardés du processus de restructuration en cours dans certains secteurs et dans certains pays, le redressement de l'investissement ne devrait s'accélérer que progressivement.

En janvier 2014, la production dans la construction a augmenté de 1,5% en glissement mensuel, après une hausse plus modérée le mois précédent. Par conséquent, la production dans la construction s'est améliorée de manière significative, dépassant de 2,3% son niveau moyen du quatrième trimestre, où elle s'était contractée de 0,8% en rythme trimestriel. Toutefois, les évolutions récentes reflètent probablement, au moins en partie, des effets positifs liés à des conditions météorologiques inhabituellement clémentes dans certains pays de la zone euro au début de l'année. En revanche, les données d'enquêtes dressent un tableau moins favorable des évolutions du premier trimestre. Par exemple, l'indicateur relatif à la confiance dans la construction publié par la Commission européenne est encore resté nettement inférieur à sa moyenne historique au premier trimestre, tandis que l'indice des directeurs d'achat relatif à la construction dans la zone euro a été inférieur à 50 en janvier et en février, faisant état d'une atonie de l'activité dans ce secteur.

La contribution des échanges commerciaux de la zone euro à la croissance du PIB est redevenue positive au dernier trimestre 2013, alors qu'elle était négative au trimestre précédent. Tandis que la croissance trimestrielle des exportations a rebondi (à 1,3%), celle des importations a encore ralenti (à 0,5%) au quatrième trimestre. Les données d'enquêtes pour janvier indiquent que la croissance des échanges commerciaux de la zone euro s'est redressée comme attendu. Les exportations et les importations en valeur ont augmenté en rythme mensuel et se sont inscrites à des niveaux supérieurs à leurs moyennes du quatrième trimestre. Selon les indicateurs à court terme, les prix des échanges sont restés modérés, ce qui indique une plus forte augmentation en termes de volume, la croissance des importations étant légèrement plus soutenue que celle des exportations. Les données d'enquêtes pour le premier trimestre font état de nouvelles améliorations de l'évolution des échanges commerciaux. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation s'est régulièrement inscrit au-dessus du seuil d'expansion de 50, à des niveaux supérieurs à ceux du quatrième trimestre. De plus, l'indicateur tiré de l'enquête de la Commission européenne relative aux carnets de commandes à l'exportation s'est également amélioré par rapport au quatrième trimestre.

## 4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

La valeur ajoutée réelle s'est à nouveau inscrite en hausse au dernier trimestre 2013, augmentant de 0,3% en rythme trimestriel dans l'ensemble des secteurs. Bien que la valeur ajoutée ait enregistré une hausse cumulée de 0,8% depuis le premier trimestre de l'année dernière, elle reste encore inférieure de 0,5% au pic atteint après la récession au troisième trimestre 2011. Pour l'avenir, les

données tirées d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance de la valeur ajoutée au premier trimestre de cette année. En ce qui concerne les évolutions sectorielles, les derniers indices des directeurs d'achat pour la production indiquent que la croissance la plus forte a été observée dans le secteur manufacturier, suivi de celui des services, tandis que le secteur de la construction devrait connaître des évolutions plus modérées (cf. encadré 7).

#### Encadré 7

### CROISSANCE DE LA VALEUR AJOUTÉE SECTORIELLE DANS LA ZONE EURO ET INDICE DES DIRECTEURS D'ACHAT

Des informations exactes et rapidement disponibles concernant la croissance de la valeur ajoutée réelle par secteurs sont importantes pour évaluer les déterminants sectoriels de la croissance économique en temps réel. Cependant, les données des comptes nationaux relatives à la valeur ajoutée réelle ne sont disponibles qu'avec un décalage. Le délai de déclaration étant d'environ deux mois après la fin de la période de référence, les données sont donc généralement publiées quelque deux semaines après la première estimation du PIB en volume. Cet encadré s'intéresse à la valeur ajoutée brute, c'est-à-dire le PIB diminué des impôts sur les produits et augmenté des subventions sur les produits. Contrairement au PIB, la valeur ajoutée brute peut être ventilée par secteurs économiques. Cet encadré examine l'utilisation d'enquêtes et, plus particulièrement, des informations relatives au climat des affaires tirées de l'indice des directeurs d'achat pour déterminer la croissance de la valeur ajoutée brute réelle actuelle au niveau sectoriel. Les données de l'enquête auprès des directeurs d'achat sont publiées juste après la période de référence.

#### Enquêtes d'opinion : l'indice des directeurs d'achat

Les indicateurs tirés d'enquêtes font l'objet d'un suivi attentif car ils peuvent fournir des signaux mensuels très récents et souvent uniques concernant les évolutions économiques en cours. L'indice des directeurs d'achat, contrairement aux données tirées d'enquêtes de la Commission européenne, est simple à interpréter en raison de son seuil théorique de 50 qui marque la frontière entre expansion et contraction<sup>1</sup>. En outre, il offre une large couverture mondiale.

S'agissant de la croissance de la valeur ajoutée actuelle par secteurs, à savoir les services, le secteur manufacturier et la construction, les réponses des directeurs d'achat aux questions de l'enquête relatives au climat des affaires par rapport au mois précédent sont particulièrement pertinentes. Les sociétés de services du secteur privé répondent aux questions relatives à l'activité et les entreprises du secteur manufacturier et de la construction à celles portant sur la production, indiquant s'il y a eu une amélioration, une stabilité ou une détérioration. Les indices pour la production mesurent le degré de diffusion des variations de la production parmi les entreprises mais pas leur ampleur, du fait de la nature qualitative des enquêtes auprès des directeurs d'achat.

Markit, la société de services d'information financière qui élabore les enquêtes auprès des directeurs d'achat pour les pays de la zone euro, publie également un indice de production composite, fondé sur l'indice relatif aux activités de services (qui recouvre environ 40% de la valeur ajoutée brute de la zone euro en 2013) et sur l'indice relatif à la production manufacturière

1 Pour des données empiriques pour la zone euro s'agissant de l'utilité de l'indice des directeurs d'achat pour prévoir la croissance de la production actuelle, cf. entre autres M. J. Lombardi et P. Maier, *Forecasting economic growth in the euro area during the Great Moderation and the Great Recession*, Working Paper Series, n° 1379, BCE, septembre 2011 et, concernant l'utilité des enquêtes de la Commission européenne, cf. T. Raffinot, *A monthly indicator of GDP for Euro-Area based on business surveys*, Applied Economics Letters, vol. 14, n° 4, mai 2007. Pour une comparaison entre l'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production ainsi que l'indicateur du sentiment économique (ESI) de la Commission européenne et la croissance trimestrielle actuelle du PIB en volume de la zone euro, cf. graphique 26 de la section 4.

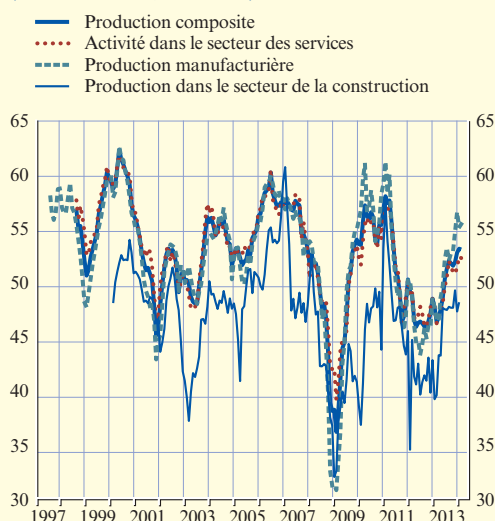


(qui recouvre environ 15% de la valeur ajoutée brute de la zone euro en 2013). L'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production exclut les évolutions dans les industries non manufacturières, la construction, le commerce (de détail et de gros) et les services du secteur public. Outre les quatre indices mentionnés précédemment, Markit publie également un indice des directeurs d'achat relatif au secteur du commerce de détail dans la zone euro.

Le graphique A présente les séries relatives aux indices des directeurs d'achat concernant la production et l'activité dans la zone euro. Il montre que l'indice relatif à l'activité dans les services et l'indice relatif à la production manufacturière évoluent généralement en parallèle et suivent une trajectoire analogue à celle de l'indice de production composite. Les principales exceptions apparaissent durant de sévères ralentissements, lorsque l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier diminue plus fortement que l'indice concernant l'activité dans les services. L'indice des directeurs d'achat relatif à la construction affiche des évolutions plus différenciées.

**Graphique A Indice des directeurs d'achat pour la zone euro**

(indice de diffusion ; données cvs)



Source : Markit.

Note : Une valeur de 50 indique qu'il n'y a pas de changement par rapport au mois précédent.

### Croissance de la valeur ajoutée réelle

Afin de relier la croissance trimestrielle de la valeur ajoutée sectorielle en termes réels à l'indice des directeurs d'achat correspondant, il est utile d'examiner la moyenne trimestrielle de l'indice des directeurs d'achat mensuel. Une simple moyenne trimestrielle s'avère aussi efficace d'un point de vue empirique qu'une moyenne trimestrielle théoriquement plus correcte tenant compte du fait que les indices des directeurs d'achat relatifs à la production mesurent les variations de la production par rapport au mois précédent et, par conséquent, mesurent des variations mensuelles plutôt que trimestrielles<sup>2</sup>.

Les graphiques B à E présentent la croissance de la valeur ajoutée brute réelle et l'indice de production composite des directeurs d'achat, ainsi que les indices des directeurs d'achat pour les services, le secteur manufacturier et la construction. Les axes des ordonnées des quatre graphiques sont différents, illustrant les divergences de cyclicité des secteurs. La croissance de la valeur ajoutée dans les services est relativement acyclique et, du fait de son importance, détermine dans une large mesure le profil de croissance de la valeur ajoutée totale. Le secteur manufacturier est très sensible aux évolutions conjoncturelles et la construction se situe entre ces deux secteurs en termes de cyclicité.

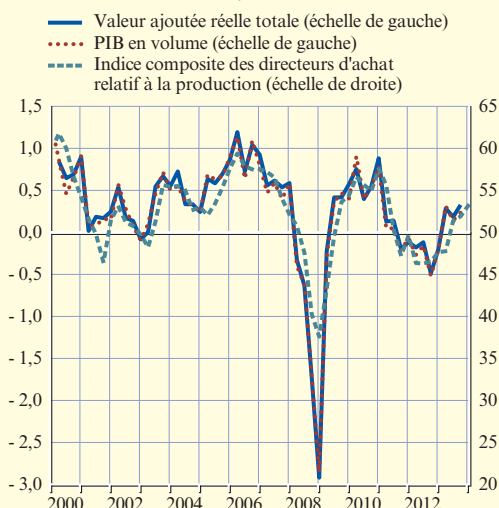
Le graphique B montre que l'indice de production composite trimestriel des directeurs d'achat permet un suivi globalement fiable de la croissance trimestrielle de la valeur ajoutée réelle actuelle, à l'exception

<sup>2</sup> Une moyenne simple attribue un tiers à chaque mois du trimestre. Le système de pondération est, pour une moyenne théoriquement correcte, 1/9, 2/9, 3/9, 2/9, 1/9, respectivement, pour les deuxième et troisième mois du trimestre précédent, et pour le premier, le deuxième et le troisième mois du trimestre en cours.



### Graphique B Valeur ajoutée brute réelle, PIB en volume et indice composite des directeurs d'achat relatif à la production

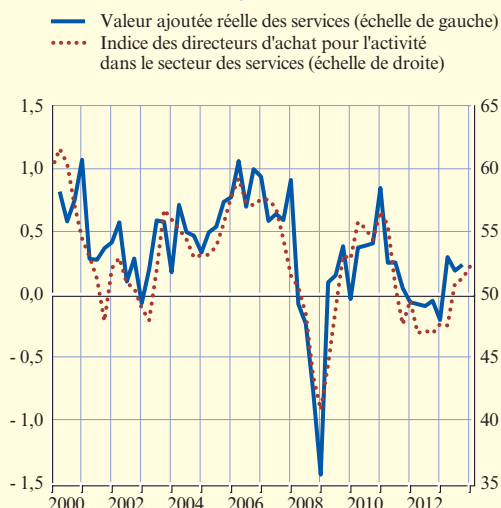
(variations trimestrielles en pourcentage ; moyenne trimestrielle de l'indice de diffusion mensuel)



Sources : Eurostat et Markit.  
Note : L'observation relative au premier trimestre 2014 se rapporte à l'estimation rapide d'Eurostat pour mars.

### Graphique C Valeur ajoutée réelle et indice des directeurs d'achat pour l'activité du secteur des services

(variations trimestrielles en pourcentage ; moyenne trimestrielle de l'indice de diffusion mensuel)



Sources : Eurostat et Markit.  
Note : L'observation relative au premier trimestre 2014 se rapporte à l'estimation rapide d'Eurostat pour mars.

du recul prononcé enregistré au premier trimestre 2009<sup>3</sup>. À des fins de comparaison, la croissance du PIB en volume est également représentée, des différences pouvant exister entre les deux taux de croissance<sup>4</sup>. Il convient de garder à l'esprit que la valeur ajoutée et le PIB en volume sont révisés au fil du temps, ce qui n'est généralement pas le cas des données tirées d'enquêtes. Ces révisions sont généralement non négligeables. Ainsi, la révision moyenne en termes absolus (comparaison entre les données les plus récentes et la première estimation) de la croissance trimestrielle du PIB en volume dans la zone euro entre le premier trimestre 2003 et le quatrième trimestre 2010 s'élève à 0,2 point de pourcentage<sup>5</sup>. S'agissant du premier trimestre 2014, l'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production fait état d'un rythme de croissance globalement comparable à celui observé au cours du trimestre précédent, ce qui constitue le quatrième trimestre de suite de variation positive de la valeur ajoutée réelle totale. Les services (cf. graphique C) aussi bien que le secteur manufacturier (cf. graphique D) contribuent à ces évolutions positives. L'indice des directeurs d'achat pour l'activité dans les services dénote une croissance de la valeur ajoutée de ce secteur pour le premier trimestre de cette année comparable à celle du trimestre précédent. La poursuite de la croissance de la valeur ajoutée réelle au premier trimestre ressort également de l'indice des directeurs d'achat relatif à la production manufacturière. L'indice des directeurs d'achat relatif à la construction suggère une variation légèrement négative de la valeur ajoutée réelle pour le premier trimestre de l'année (cf. graphique E). Toutefois, la croissance de la valeur ajoutée de ce secteur est relativement erratique, notamment en raison de sa sensibilité aux conditions météorologiques.

S'agissant de l'analyse de la croissance de la valeur ajoutée sectorielle actuelle, la performance de l'indice des directeurs d'achat relatif à la construction, quoique très instructive, est relativement faible par rapport à celle des indices équivalents pour la production dans le secteur manufacturier et pour l'activité dans

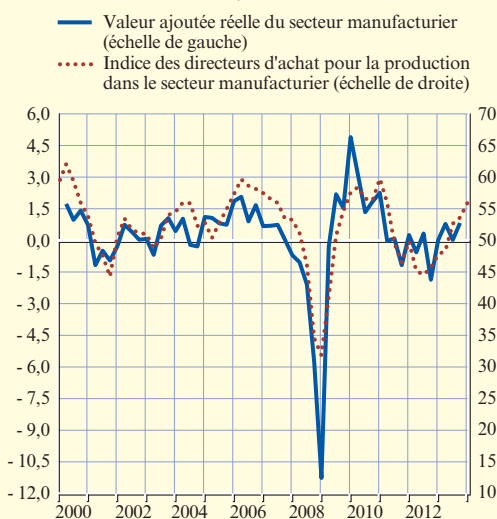
3 Pour une description détaillée de la fiabilité des enquêtes jusqu'en septembre 2008, notamment une comparaison avec les précédentes périodes de turbulences financières, cf. l'encadré intitulé *La fiabilité des données d'enquête durant les périodes de turbulences financières* du *Bulletin mensuel* de novembre 2008.  
4 Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Comment peut-on expliquer les divergences entre la croissance du PIB en volume et celle de la valeur ajoutée brute totale?* du *Bulletin mensuel* de décembre 2003.  
5 Cf. *Revision fact sheets on the reliability of first estimates for GDP and expenditure components in the euro area*, BCE, février 2012 (disponible sur demande).

les services. Cette situation peut s'expliquer par la volatilité de la croissance de la valeur ajoutée dans la construction et par la couverture de l'indice des directeurs d'achat au niveau de la zone euro. L'indice des directeurs d'achat relatif à la construction pour la zone euro recouvre l'Allemagne, la France et l'Italie, l'indice équivalent pour les services inclut en outre l'Espagne et l'Irlande et celui concernant le secteur manufacturier comprend également l'Autriche, la Grèce et les Pays-Bas.

Au total, les indices des directeurs d'achat relatifs tant à la production qu'à l'activité sont utiles pour le suivi de la croissance de la valeur ajoutée réelle et fournissent des informations précieuses pour l'évaluation des déterminants sectoriels de la croissance économique. Pour le premier trimestre de l'année, l'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production fait état d'un rythme de croissance globalement comparable à celui observé au cours du quatrième trimestre 2013, ce qui constitue le quatrième trimestre de suite de variation positive de la valeur ajoutée réelle totale, dénotant une poursuite de la reprise. Au niveau sectoriel, les indices les plus récents indiquent que la croissance de la valeur ajoutée réelle dans la zone euro est la plus élevée dans le secteur manufacturier puis dans les services, tandis que la construction accuse un retard.

**Graphique D Valeur ajoutée réelle et indice des directeurs d'achat pour la production dans le secteur manufacturier**

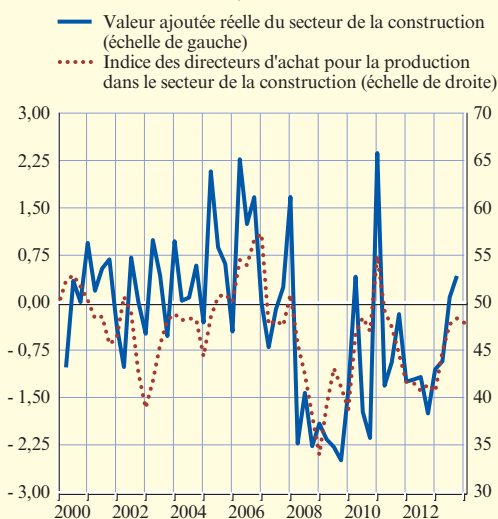
(variations trimestrielles en pourcentage ; moyenne trimestrielle de l'indice de diffusion mensuel)



Sources : Eurostat et Markit.

**Graphique E Valeur ajoutée réelle et indice des directeurs d'achat pour la production dans le secteur de la construction**

(variations trimestrielles en pourcentage ; moyenne trimestrielle de l'indice de diffusion mensuel)



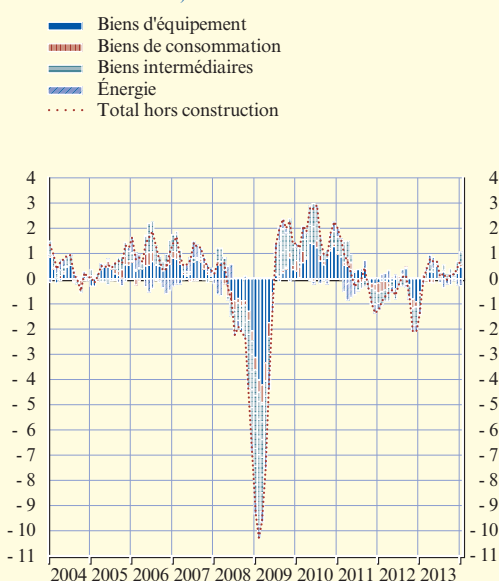
Sources : Eurostat et Markit.

Note : L'observation relative au premier trimestre 2014 se rapporte à janvier et février.

En ce qui concerne les évolutions au premier trimestre 2014, la production dans le secteur industriel (hors construction) a diminué de 0,2% en rythme mensuel en janvier. Elle s'est néanmoins établie à un niveau supérieur de 0,1% à son niveau moyen du quatrième trimestre 2013. Il s'agit d'un démarrage relativement faible au premier trimestre de l'année par rapport à la progression trimestrielle de 0,4% enregistrée au quatrième trimestre 2013 (cf. graphique 28). Dans le même temps, l'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes dans l'industrie pour la zone euro (hors matériel de transport lourd) a augmenté de 0,9% en janvier, en rythme mensuel, après une croissance nulle le mois précédent. Le niveau des commandes est donc ressorti 1,5% au-dessus du niveau du quatrième trimestre 2013, où il avait progressé de 0,2% en rythme trimestriel. Les données d'enquêtes, qui sont disponibles jusqu'en mars 2014, indiquent une nouvelle expansion de la production du secteur industriel

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

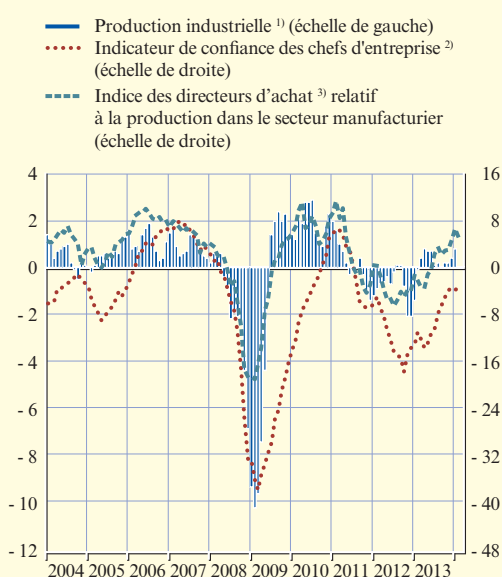
(taux de croissance ; contributions en points de pourcentage ; données mensuelles cvs)



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

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

(données mensuelles cvs)



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

au premier trimestre (cf. graphique 29). Ainsi, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier a continué d'augmenter entre le dernier trimestre 2013 et le premier trimestre de cette année.

La production dans la construction a de nouveau augmenté en janvier, permettant un bon démarrage du premier trimestre de cette année. Cependant, les résultats d'enquêtes plus récentes demeurent faibles, soulignant la faiblesse persistante de ce secteur et l'atonie de la dynamique de fond de la croissance.

Bien que l'indice des directeurs d'achat pour l'activité dans les services ait enregistré un léger fléchissement en mars, il a continué sa progression entre le quatrième trimestre 2013 et le premier trimestre 2014. L'indice, qui s'est établi à 52,2 en moyenne au premier trimestre de l'année, est donc conforme à une nouvelle légère augmentation de la production du secteur des services pour ce trimestre. D'autres données d'enquêtes, comme celles de la Commission européenne, dressent un tableau similaire de la situation.

### 4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

Les marchés du travail, qui sont entrés dans une phase de stabilisation au printemps 2013, ont désormais commencé à montrer les premiers signes d'une amélioration. Ces évolutions sont conformes au décalage généralement observé de leur réponse aux améliorations de l'activité économique. L'emploi, qui était stable au deuxième et au troisième trimestres 2013, a enregistré une légère hausse trimestrielle au dernier trimestre de l'année. Dans le même temps, des données plus récentes montrent que le taux de chômage s'est stabilisé

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 T2	2013 T3	2013 T4	2012	2013	2013 T2	2013 T3	2013 T4
<b>Ensemble de l'économie</b>	- 0,6	- 0,8	0,0	0,0	0,1	- 1,4	- 1,1	0,6	0,0	0,0
<i>dont :</i>										
Agriculture et pêche	- 1,9	- 1,6	1,6	- 0,5	- 0,5	- 2,9	- 1,0	0,8	- 0,4	- 0,6
Industrie	- 2,1	- 2,3	- 0,6	- 0,4	- 0,2	- 3,3	- 2,4	1,0	- 0,3	- 0,4
Hors construction	- 0,9	- 1,4	- 0,4	- 0,4	- 0,1	- 2,0	- 1,2	1,2	- 0,1	- 0,3
Construction	- 4,7	- 4,5	- 1,0	- 0,4	- 0,4	- 6,1	- 4,9	0,5	- 0,6	- 0,7
Services	- 0,1	- 0,4	0,0	0,1	0,2	- 0,7	- 0,7	0,5	0,1	0,1
Commerce et transport	- 0,8	- 0,8	0,1	- 0,1	0,2	- 1,6	- 1,3	0,6	0,1	0,0
Information et communication	1,2	0,3	0,1	0,0	0,5	0,6	0,0	0,5	- 0,4	0,6
Activités financières et d'assurance	- 0,4	- 0,8	- 0,2	0,0	0,0	- 0,9	- 0,9	0,3	0,0	- 0,1
Activités immobilières	- 0,4	- 1,7	0,1	0,7	- 0,9	- 1,2	- 2,3	0,4	- 0,4	- 0,7
Activités spécialisées	0,7	0,3	0,3	0,7	0,2	0,5	0,0	0,7	0,6	0,0
Administration publique	- 0,3	- 0,3	- 0,1	0,1	0,3	- 0,5	- 0,5	0,4	0,1	0,6
Autres services <sup>1)</sup>	0,6	- 0,2	0,1	- 0,1	- 0,4	- 0,1	- 0,6	0,5	0,0	- 0,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

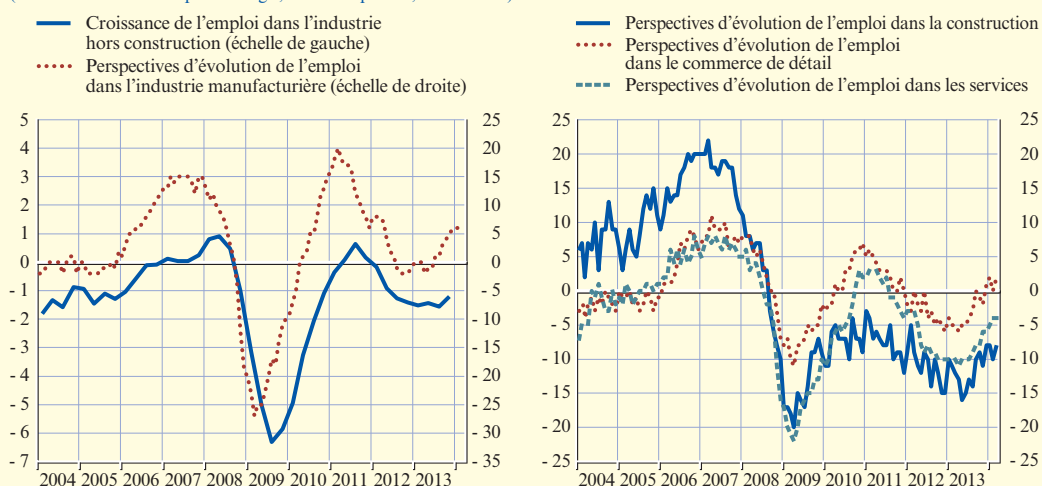
1) Y compris les services aux ménages, les activités artistiques et celles des organismes extraterritoriaux.

à un niveau élevé. Les données tirées d'enquêtes ont continué de s'améliorer mais indiquent néanmoins que le renforcement des marchés du travail ne s'effectuera que de façon progressive pour la période à venir.

Au dernier trimestre 2013, l'emploi dans la zone euro a augmenté de 0,1% en rythme trimestriel, après deux trimestres de croissance nulle (cf. tableau 9). Cette dernière évolution marque clairement la fin d'une période prolongée de destructions d'emplois. Par ailleurs, les heures travaillées n'ont pas augmenté au cours des deux derniers trimestres de 2013. Au niveau sectoriel, les derniers résultats relatifs aux effectifs employés et aux heures travaillées reflètent la croissance de l'emploi dans le secteur des services, qui a été en partie compensée par la poursuite des destructions d'emplois dans les secteurs de l'industrie et de l'agriculture. L'amélioration des résultats d'enquêtes confirme le scénario d'un renforcement modéré des marchés du travail au premier trimestre 2014 (cf. graphique 30).

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

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

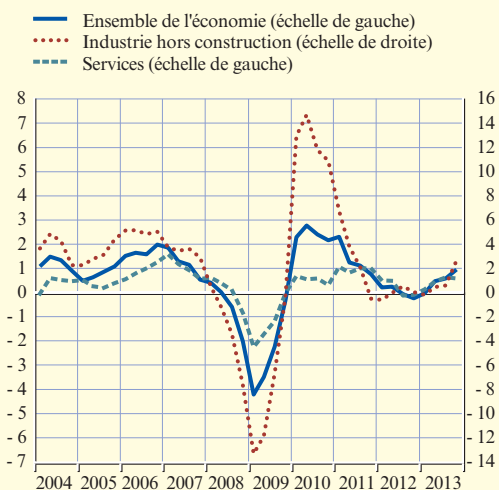


Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

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

**Graphique 31 Productivité du travail par personne employée**

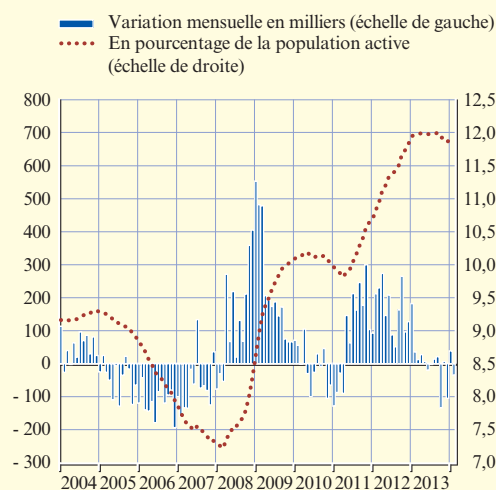
(variations annuelles en pourcentage)



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

**Graphique 32 Chômage**

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat.

La productivité par personne employée a continué d'augmenter, de 0,9% en rythme annuel au quatrième trimestre 2013, enregistrant ainsi des taux de croissance positifs depuis trois trimestres consécutifs (cf. graphique 31). La dernière augmentation de la productivité a concerné l'ensemble des secteurs, le secteur industriel enregistrant la plus forte hausse. Dans le même temps, le taux annuel de croissance de la productivité par heure travaillée a augmenté de 0,1 point de pourcentage entre le troisième et le quatrième trimestre, ressortant à 0,8%. L'indice des directeurs d'achat pour la productivité suggère une poursuite de la croissance positive au premier trimestre de cette année.

Le taux de chômage, qui a diminué au dernier trimestre 2013 pour la première fois depuis le premier trimestre 2011, s'est stabilisé à 11,9% entre octobre 2013 et février 2014. Cependant, cette dernière période de stabilité masque une baisse du nombre de chômeurs, ce qui semble indiquer que le taux de chômage a dépassé son point haut. La normalisation progressive des marchés du travail apparaît encore plus clairement lorsqu'on observe la variation annuelle du taux de chômage, qui suit une pente descendante depuis l'été 2012. Dans le même temps, les derniers chiffres sont supérieurs de 4,7 points de pourcentage à ceux de mars 2008, date à laquelle le chômage connaissait un point bas conjoncturel avant le déclenchement de la crise financière (cf. graphique 32).

#### 4.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Les données d'enquêtes relatives au premier trimestre de cette année vont dans le sens de la poursuite d'une croissance modérée, confirmant les anticipations antérieures selon lesquelles le redressement en cours serait de plus en plus soutenu par le raffermissement de la demande intérieure. Par la suite, la demande intérieure devrait continuer de se redresser, à la faveur de l'orientation accommodante de la politique monétaire, des effets de l'amélioration actuelle des conditions de financement sur l'économie réelle et des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, les revenus réels sont soutenus par des évolutions modérées des prix, en particulier par la baisse des prix de l'énergie. L'activité économique devrait également bénéficier

d'un renforcement graduel de la demande extérieure adressée à la zone euro. Cela étant, même si le marché du travail a affiché les premiers signes d'une amélioration, le chômage demeure important dans la zone euro et, globalement, le niveau des capacités productives inutilisées est élevé. En outre, le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur le rythme de la reprise économique.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse. Les évolutions sur les marchés financiers internationaux et dans les économies de marché émergentes ainsi que des risques géopolitiques pourraient influencer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à une demande intérieure plus faible que prévu et à une mise en œuvre insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro, ainsi qu'à une croissance des exportations moins forte.





## ARTICLES

# LA FORWARD GUIDANCE DE LA BCE



Depuis juillet 2013, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) fournit des indications relatives à la trajectoire future des taux directeurs de la BCE (forward guidance) conditionnée par les perspectives de stabilité des prix. Le présent article analyse les principales raisons à l'origine de cette décision et les différents types de politique de communication adoptés en ce domaine par les banques centrales, avant d'expliquer la forward guidance de la BCE et d'en évaluer les conséquences. Globalement, les indications fournies par la BCE visent à clarifier l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation dans la zone euro et sa stratégie de politique monétaire fondée sur cette évaluation. Les informations disponibles montrent que la forward guidance a jusqu'ici bien servi les objectifs de la BCE en conférant une plus grande clarté à l'orientation conditionnelle de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

## I INTRODUCTION

À la suite de sa réunion du 4 juillet 2013, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé qu'il « prévoyait que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Cette anticipation [était] fondée sur le maintien à moyen terme de perspectives d'inflation globalement modérées, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie et de l'atonie de la dynamique monétaire ». Des déclarations conditionnelles de cet ordre relatives à la trajectoire future des taux directeurs constituent ce qu'on appelle généralement la *forward guidance*. La BCE a maintenu cette *forward guidance* depuis lors, et le Conseil des gouverneurs l'a « réitérée fermement » en janvier et en février 2014. Le 6 mars 2014, le Conseil des gouverneurs a renforcé la formulation de ses indications prospectives en énonçant plus en détail les conditions d'une politique de bas niveau des taux d'intérêt.

La *forward guidance* a constitué une évolution importante de la communication de la BCE en matière de politique monétaire. Elle consiste à indiquer non seulement comment le Conseil des gouverneurs de la BCE évalue la situation économique courante et les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, mais aussi ce que cette évaluation implique pour l'orientation future de la politique monétaire.

Dans leur gestion des conséquences macroéconomiques de la crise financière mondiale, un certain nombre de banques centrales, comme la BCE, ont fait des déclarations explicites sur l'orientation future de leur politique monétaire. Le recours à la *forward guidance* par un nombre croissant de banques centrales depuis le début de la crise suscite plusieurs interrogations. Quelles sont les raisons qui ont conduit à la mettre en œuvre ? Comment ces indications ont-elles été fournies en pratique ? Quelles sont les raisons ayant incité la BCE à introduire la *forward guidance* et quelle forme celle-ci a-t-elle prise ? Enfin, ces indications prospectives ont-elles bien servi les objectifs de la BCE ?

Afin de répondre à ces questions, l'article examine d'abord les raisons ayant conduit les différentes banques centrales à fournir des indications sur l'orientation future de la politique monétaire et les diverses approches mises en œuvre en la matière (section 2), avant d'analyser plus particulièrement les motifs à l'origine de l'adoption de la *forward guidance* par la BCE et son efficacité (section 3). La section 4 fournit des éléments de conclusion.

## 2 FORWARD GUIDANCE – CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES

Les effets de la politique monétaire sur l'économie ne dépendent pas uniquement des taux d'intérêt à très court terme que la politique monétaire peut piloter avec une certaine précision, mais également des anticipations du public relatives à l'évolution future de ces taux. Les anticipations relatives aux taux d'intérêt sont importantes car elles affectent des décisions économiques significatives

comme l'investissement et la consommation de biens durables et donc, indirectement, l'emploi, la production et la fixation des prix<sup>1</sup>. Par conséquent, en influençant les anticipations de taux d'intérêt à court terme et, par le biais de ce canal, l'ensemble des échéances des taux d'intérêt sur des horizons allant jusqu'au moyen terme, une banque centrale peut s'assurer de la transmission de sa politique monétaire à l'ensemble de l'économie<sup>2</sup>.

## 2.1 LE RÔLE DE LA COMMUNICATION DES BANQUES CENTRALES

Deux caractéristiques sont importantes pour un pilotage efficace par une banque centrale des anticipations relatives à l'orientation future de la politique monétaire : la clarté relative à l'objectif de la banque centrale, et la clarté s'agissant de la stratégie de politique monétaire adoptée afin d'atteindre cet objectif. Il y a deux raisons à cela. Premièrement, garantir la clarté de l'objectif et de la stratégie de la banque centrale contribue à rendre sa fonction de réaction plus transparente et explicite. Cela favorise une meilleure compréhension de la façon dont la banque centrale est censée répondre aux évolutions futures de la situation économique et des risques pesant sur la stabilité financière. Conjuguée à la publication de déclarations et à la diffusion régulière des projections économiques de la banque centrale, une meilleure compréhension de la fonction de réaction accroît la prédictibilité globale de la politique monétaire et renforce l'efficacité avec laquelle la banque centrale remplit sa mission<sup>3</sup>. Deuxièmement, l'objectif d'inflation permet d'ancrer les anticipations d'inflation à long terme du public. Ces anticipations sont une composante importante des anticipations de taux d'intérêt réels des agents économiques, qui sont elles-mêmes des paramètres clés du processus de décision économique.

En période normale, en expliquant les différents facteurs à l'origine d'une décision donnée, les banques centrales apportent généralement des informations suffisantes pour que le public soit en mesure d'anticiper avec précision les décisions de politique monétaire à court terme, en tenant compte du caractère changeant de l'environnement économique et de ses conséquences probables sur les décisions de l'autorité monétaire. Dans des conditions normales, le public peut déduire l'orientation de la politique de la banque centrale des régularités historiques, un profil systématique pouvant être identifié dans la réponse apportée par la banque centrale aux évolutions économiques en vue de la réalisation de son objectif<sup>4</sup>. Néanmoins, l'option consistant à fournir davantage de signaux directs relatifs à l'évolution future à court terme du taux directeur figure depuis longtemps dans la panoplie des outils de politique monétaire, et a été utilisée occasionnellement avant la crise financière. Toutefois, son utilisation a été limitée quant à sa portée et a été circonscrite à des situations dans lesquelles la banque centrale voulait réduire au maximum l'incidence d'une décision de politique monétaire imminente sur les marchés financiers. Une pratique, inaugurée longtemps avant la crise par plusieurs banques centrales, fait exception ; elle consistait à publier régulièrement la projection de la trajectoire future du taux directeur. En particulier, la Reserve Bank de Nouvelle-Zélande a adopté cette pratique en 1997, suivie par la Norges Bank et la Sveriges Riskbank. Malgré une grande similitude avec la *forward guidance* que les banques centrales ont adoptée pendant la crise,

1 Concernant le rôle des anticipations pour la politique monétaire, cf. M. Woodford, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2003. Pour des éléments concernant le rôle de l'orientation future des politiques, cf. R. S. Gürkaynak, B. Sack et E. Swanson, *Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements*, International Journal of Central Banking, vol. 1(1), mai 2005.

2 Le contrôle de la politique monétaire sur les taux d'intérêt à terme est limité dans la mesure où, sur les horizons de long terme, les taux d'intérêt sont principalement déterminés par des facteurs réels, notamment le taux de croissance économique potentielle. Cf. B. Bernanke, *Long-Term Interest Rates*, discours prononcé lors de la conférence annuelle sur les questions monétaires et macroéconomiques de la Federal Reserve Bank de San Francisco le 1<sup>er</sup> mars 2013.

3 Dans ce contexte, la prédictibilité concerne les décisions de politique monétaire à long terme et non pas les décisions proches ; cf. l'article intitulé *La prédictibilité de la politique monétaire de la BCE* du *Bulletin mensuel* de janvier 2006.

4 La règle dite de Taylor est un exemple dans lequel l'anticipation du taux directeur repose sur la réaction systématique à l'inflation et à l'écart de production ; cf. J. B. Taylor, *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, 1993.

il s'agissait en fait d'un exercice d'ouverture et de transparence accrues appliquées à l'analyse interne et à l'évaluation de la politique monétaire de la banque centrale <sup>5</sup>.

La crise financière, avec ses profondes perturbations économiques et financières, a fait de la communication conditionnelle des banques centrales relative à la trajectoire du taux directeur un instrument supplémentaire de la gestion des crises. En période d'incertitude accrue quant aux perspectives économiques, cette communication peut aider les investisseurs à orienter leurs choix de portefeuille et garantir ainsi une meilleure transmission des impulsions de politique monétaire par le biais des prix des actifs financiers <sup>6</sup>. La banque centrale a davantage de latitude pour recourir à la communication relative au taux directeur en cas de crise financière majeure, puisque ces situations sont rares et que la marge d'action est limitée (le niveau du taux directeur étant déjà très bas) et parce que les agents économiques risquent d'avoir plus de difficultés à anticiper la trajectoire probable des taux directeurs à partir des régularités du passé. Si l'on n'y répond pas par une communication plus spécifique, cette incertitude pourrait entraîner un ajustement généralisé de l'évaluation des actifs, des réexamens des décisions économiques et avoir une incidence négative sur les perspectives économiques.

## 2.2 PRINCIPALES MOTIVATIONS ET CONSIDÉRATIONS À L'ORIGINE DE LA *FORWARD GUIDANCE*

Une communication verbale plus spécifique et systématique sur les intentions de la banque centrale pour l'avenir (ou *forward guidance*) a été de plus en plus utilisée pendant la crise. Cela est dû au fait qu'un certain nombre de banques centrales ont piloté leur taux directeur vers des niveaux très bas et ont eu besoin de mettre en œuvre des mesures de relance monétaire supplémentaires ou ont cherché à maintenir leur orientation accommodante face à l'intensification de la volatilité financière <sup>7</sup>.

Les indications sur l'orientation future de la politique monétaire peuvent servir deux objectifs. Premièrement, celui d'introduire une politique monétaire plus accommodante lorsque le taux directeur s'approche de la borne inférieure et ne peut être réduit davantage, en apportant la garantie que la banque centrale a l'intention de maintenir le taux directeur à un bas niveau pendant un certain temps, et plus longtemps que prévu initialement par le public <sup>8</sup>. Les informations fournies par la banque centrale selon lesquelles il est très peu probable que le taux directeur soit relevé pendant un certain temps influencent les anticipations des investisseurs relatives au niveau futur des taux d'intérêt à court terme et, par le biais de ce canal, exercent une pression à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme. En fait, elles contribuent à retirer du marché le risque de durée en réaffirmant aux investisseurs que le risque de taux d'intérêt implicite attaché à la détention de titres à revenu fixe à long terme est réduit, ce qui encourage les arbitrages de portefeuille au profit d'actifs à plus long terme et la compression des rendements à long terme.

Deuxièmement, la *forward guidance*, c'est-à-dire la fourniture d'informations plus explicites sur la trajectoire future des taux directeurs conditionnée par la situation de l'économie, peut avoir

<sup>5</sup> Par exemple, la Sveriges Riksbank a expliqué que la publication d'une orientation future de la politique monétaire avait pour but d'améliorer l'ouverture et la transparence, et de favoriser l'efficacité, la crédibilité et la responsabilité. Cf. le site internet de la Sveriges Riksbank pour plus de précisions sur sa politique de communication (<http://www.riksbank.se/en/Monetary-policy/Forecasts-and-interest-rate-decisions/Communication>). Cf. également <http://www.norges-bank.no/en/price-stability/monetary-policy-in-norway/communication-of-the-interest-rate-decision/> et [http://www.rbnz.govt.nz/monetary\\_policy/monetary\\_policy\\_statement/](http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/monetary_policy_statement/)

<sup>6</sup> À propos de l'importance de la communication pour la politique monétaire, cf. M. Woodford, *Central-Bank Communication and Policy Effectiveness*, étude présentée lors du symposium de la Federal Reserve Bank de Kansas City sur le thème *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, août 2005. Cf. également O. Issing, *Communication, transparency, accountability: monetary policy in the twenty-first century*, Revue de la Federal Reserve Bank de Saint Louis, vol. 87(2, part 1), 2005.

<sup>7</sup> La borne inférieure des taux d'intérêt, dite également borne inférieure effective, est généralement définie comme un taux directeur égal à zéro, bien qu'il soit admis que la borne inférieure technique puisse être un taux légèrement négatif.

<sup>8</sup> Cf. G. B. Eggertsson et M. Woodford, *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 34(1), 2003. Cf. également B. Bernanke, V. R. Reinhart et B. P. Sack, *Monetary Policy Alternatives at the Zero Lower Bound: An Empirical Assessment*, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 35(2), 2004.

pour objectif d'empêcher la volatilité des marchés (notamment la volatilité des taux d'intérêt), d'influencer la politique monétaire en l'orientant vers des directions non souhaitées et d'entraver la transmission de la politique monétaire accommodante des autorités. De ce fait, la réduction de l'incertitude relative aux taux d'intérêt améliorera la planification par les agents du secteur privé de leurs décisions économiques présentes et futures.

### 2.3 LES DIFFÉRENTES FORMES DE FORWARD GUIDANCE

En pratique, les différentes banques centrales ont adopté des stratégies de *forward guidance* de formes variées<sup>9</sup>. La conditionnalité est une caractéristique importante de la *forward guidance*, dans la mesure où elle renforce la crédibilité de l'orientation de la banque centrale. En théorie, selon la modélisation de cette communication envisagée dans la littérature économique, la banque centrale s'engage à maintenir un bas niveau des taux d'intérêt durant un certain temps<sup>10</sup>. En pratique, plutôt qu'un engagement inconditionnel sur une trajectoire précise des taux d'intérêt directeurs, les banques centrales indiquent généralement comment évoluera cette trajectoire en fonction de la situation conjoncturelle. La conditionnalité reflète également l'incertitude à laquelle sont confrontées les banques centrales à propos des perspectives économiques. Pour élaborer une déclaration sur l'orientation de sa politique monétaire, la banque centrale doit trouver un équilibre entre la nécessité de délivrer un message clair et simple et celle de transmettre correctement la complexité de son évaluation sous-jacente de la politique monétaire.

On peut distinguer quatre catégories de *forward guidance*.

- (1) **Les indications purement qualitatives** n'ont ni dates de fin, ni seuils explicites fournissant des informations relatives à l'évolution probable des taux d'intérêt directeurs dans le futur, ni références explicites à une configuration de conditions sous-jacentes, y compris en termes d'objectifs de la politique monétaire, qui justifieraient cette évolution. On peut citer comme exemple les indications prospectives fournies par le Système fédéral de réserve en 2003, qui a déclaré que « l'orientation accommodante de la politique peut être maintenue pendant une période très longue » ; la Réserve fédérale a formulé des déclarations similaires au début de la crise en 2008-2009.
- (2) **Les indications qualitatives conditionnées par une description** sont des déclarations qualitatives concernant l'évolution probable des taux d'intérêt complétées par la description d'une combinaison de conditions macroéconomiques dans lesquelles l'orientation de la politique monétaire devrait s'exercer. On peut citer comme exemple la formulation adoptée par la BCE le 4 juillet 2013, qu'elle a régulièrement réutilisée depuis. Ce type de *forward guidance* a aussi été utilisé avant la crise, notamment par la Banque du Japon en avril 1999, lorsqu'elle a déclaré qu'elle s'était engagée à une politique de taux d'intérêt proches de zéro « jusqu'à la disparition des craintes de déflation »<sup>11</sup>.
- (3) **Les indications s'appuyant sur un calendrier** comportent un engagement conditionnel reposant sur une date explicite après laquelle une modification de l'orientation de la politique monétaire est attendue. Par exemple, la Banque du Canada a introduit des indications prospectives s'appuyant sur un calendrier en avril 2009 en déclarant que, « en fonction des perspectives d'inflation, le taux

9 Pour une vue d'ensemble des composantes de la *forward guidance*, cf. S. Contessi et L. Li, *Forward Guidance 101B: A Roadmap of the International Experience*, Economic Synopses, Federal Reserve Bank de Saint Louis, vol. 28, 2013. Cf. également, S. Contessi et L. Li, *Forward Guidance 101A: A Roadmap of the US Experience*, Economic Synopses, Federal Reserve Bank de St. Louis, vol. 25, 2013.

10 Cf. G. B. Eggertsson, et M. Woodford, *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 34(1), 2003. Cf. également M. Woodford, *Methods of Policy Accommodation at the Interest-rate Lower Bound*, présenté au colloque Jackson Hole, août 2012.

11 Cf. B. Bernanke, V. R. Reinhart et B. P. Sack, *Monetary Policy Alternatives at the Zero Lower Bound: An Empirical Assessment*, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 35(2), 2004.

objectif au jour le jour devrait rester inchangé jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2010 ». La Réserve fédérale a également formulé des indications prospectives sur la base d'un calendrier en 2011.

- (4) **Les indications fondées sur des résultats** assorties de conditions chiffrées ou de seuils explicites qui relient les actions de la banque centrale à un ensemble de variables économiques observées ou projetées. La Réserve fédérale, après avoir donné des indications purement qualitatives et des indications s'appuyant sur un calendrier, a opté pour une forme de *forward guidance* fondée sur des résultats assortie de seuils chiffrés concernant le chômage et l'inflation depuis fin 2012. En août 2013, la Banque d'Angleterre a également introduit des indications prospectives fondées sur des résultats associées à un seuil chiffré explicite en termes de chômage. Globalement, la décision d'adopter cette forme de *forward guidance* semble refléter le souhait de clarifier la manière dont la politique monétaire future sera affectée par les modifications des perspectives économiques, et l'idée que cela peut être réalisé en reliant plus directement les indications prospectives aux objectifs économiques de la banque centrale <sup>12</sup>.

### 3 LA FORWARD GUIDANCE DE LA BCE

#### 3.1 LA DÉCISION D'ADOPTER LA FORWARD GUIDANCE : PRINCIPAUX OBJECTIFS

Le 4 juillet 2013, le Conseil des gouverneurs de la BCE a introduit la *forward guidance* en annonçant qu'il prévoyait que « les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée » <sup>13</sup>. La *forward guidance* est toujours en vigueur depuis cette date. En novembre 2013, le Conseil des gouverneurs a de nouveau réduit les taux directeurs de la BCE, de façon tout à fait cohérente avec les précédentes indications qu'il avait fournies. En janvier et en février 2014, il a « fermement réitéré » sa *forward guidance*. Le 6 mars 2014, il a expliqué que « cette anticipation [était] fondée sur le maintien à moyen terme de perspectives d'inflation globalement modérées, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie, du niveau élevé des capacités inutilisées et de l'atonie de la création de monnaie et de crédit ».

La décision du Conseil des gouverneurs d'introduire la *forward guidance* est intervenue dans un contexte de hausse et de volatilité accrue des taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro. Ces taux jouent un rôle essentiel pour déterminer l'orientation effective de la politique monétaire puisque le marché monétaire constitue la toute première étape de la transmission des décisions de politique monétaire à l'économie dans son ensemble. L'accroissement de la volatilité des taux du marché monétaire reflétait la sensibilité excessive des anticipations concernant les futurs taux directeurs de la BCE à des chocs déconnectés des conditions économiques de la zone euro, découlant notamment des évolutions de la situation des marchés financiers et des incertitudes y afférentes. La hausse des taux du marché monétaire et leur volatilité accrue avaient entraîné un resserrement effectif de l'orientation de la politique monétaire (par rapport à l'orientation justifiée par l'évaluation des perspectives de stabilité des prix) et un retrait de l'orientation accommodante introduite par certaines mesures précédentes, notamment la décision prise en mai 2013 de réduire les taux directeurs.

La BCE vise, grâce à la *forward guidance*, à donner une plus grande clarté à l'orientation de politique monétaire du Conseil des gouverneurs fondée sur son évaluation des perspectives de stabilité des prix, améliorant ainsi l'efficacité de sa politique monétaire dans les circonstances actuelles. En particulier, la décision du Conseil des gouverneurs de formuler la *forward guidance* résultait de la nécessité d'ancrer

<sup>12</sup> Cf. B. Bernanke, *Communication and Monetary Policy*, discours prononcé lors du dîner annuel des économistes nationaux, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington D. C., 19 novembre 2013.

<sup>13</sup> Cf. également P. Praet, *Forward Guidance and the ECB*, disponible sur VoxEU.org, 6 août 2013.



plus fermement les anticipations du marché relatives à l'évolution des taux directeurs de la BCE autour d'une trajectoire justifiée par son évaluation des perspectives de stabilité des prix à moyen terme. La réalisation d'un ancrage plus solide des anticipations de marché revêtait une importance particulière à un moment où les marchés tendaient à réagir de façon excessivement sensible à des informations économiques n'ayant aucun lien avec les fondamentaux de la zone euro ou à des nouvelles ne faisant que confirmer l'évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des risques pesant sur la stabilité des prix.

### 3.2 LA FORWARD GUIDANCE DE LA BCE : PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES

La *forward guidance* de la BCE s'articule autour des éléments suivants, en tenant compte de l'objectif et du cadre stratégique de sa politique monétaire.

Premièrement, l'anticipation du Conseil des gouverneurs relative aux taux directeurs se fonde sur le maintien à moyen terme de perspectives d'inflation modérées, conformément à l'objectif premier de la BCE de maintenir la stabilité des prix de la zone euro et à l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme. Par ailleurs, la définition quantitative de la stabilité des prix fournit un indicateur clair à partir duquel les anticipations relatives aux taux directeurs de la BCE peuvent se former.

Deuxièmement, la référence de la BCE à « une période prolongée » dans sa formulation de la *forward guidance* constitue un horizon souple, qui ne fixe pas de date de fin prédéterminée et n'est pas relié à des seuils quantitatifs explicites. Au lieu de cela, la durée de la période prolongée est déterminée par l'évaluation du Conseil des gouverneurs concernant les perspectives de stabilité des prix à l'horizon pertinent, c'est-à-dire le moyen terme.

Troisièmement, la *forward guidance* de la BCE est complétée par la description des conditions sous-jacentes sur lesquelles se fondent les anticipations du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt directeurs de la BCE. Ces conditions reflètent l'approche stratégique de la BCE quant à l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix. La stratégie de politique monétaire de la BCE ne distingue pas d'indicateurs spécifiques, mais repose sur un cadre analytique diversifié, exhaustif et robuste, l'évaluation du Conseil des gouverneurs concernant les perspectives de stabilité des prix tenant compte de nombreuses variables économiques et monétaires. Le 6 mars 2014, le Conseil des gouverneurs a expliqué dans sa déclaration que ses anticipations se fondaient sur « le niveau élevé des capacités inutilisées », afin de bien faire comprendre que, malgré l'amélioration des perspectives économiques, les taux directeurs de la BCE seraient maintenus au niveau actuel ou abaissés en présence de ces capacités excédentaires dans l'économie.

En comparaison des formes de *forward guidance* décrites dans la section 2.3, l'approche de la BCE peut être analysée comme une forme d'orientation qualitative s'appuyant sur une description, puisqu'elle communique l'orientation probable de la politique par le biais d'une déclaration qualitative dénuée de relation explicite à une date de fin ou à des seuils chiffrés. En outre, la *forward guidance* de la BCE est complétée par une déclaration décrivant les conditions macroéconomiques dans lesquelles l'orientation de la politique monétaire est supposée s'exercer. Cette déclaration constitue un élément important de la *forward guidance* de la BCE, puisqu'elle fournit (par rapport à une *forward guidance* purement qualitative) des éclaircissements supplémentaires concernant la fonction de réaction de la politique monétaire à l'avenir.

Il convient également de noter deux autres caractéristiques de la *forward guidance* de la BCE. Premièrement, elle est formulée par rapport à un ensemble de taux d'intérêt plutôt que par rapport à un taux d'intérêt unique. Cette caractéristique découle des spécificités du cadre opérationnel de la BCE, qui offre deux facilités permanentes à ses contreparties : la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt. Au sein de ce cadre opérationnel, des indications concernant l'ensemble des taux directeurs sont nécessaires afin de



mieux aligner les anticipations du marché relatives à l'orientation future de la politique monétaire sur l'orientation souhaitée. Par ailleurs, la *forward guidance* de la BCE n'est pas formulée directement par rapport aux taux d'intérêt du marché. Les taux du marché monétaire reflètent l'influence de plusieurs déterminants, dont les taux directeurs constituent un élément important<sup>14</sup>.

Deuxièmement, la BCE a commencé de formuler la *forward guidance* avant d'avoir épuisé la marge de manœuvre pour de nouvelles baisses des taux. Cette approche contraste avec la pratique consistant à l'utiliser à la borne inférieure des taux d'intérêt : en effet, il est plus efficace d'y avoir recours avant d'atteindre ce taux plancher. La *forward guidance* de la BCE reconnaît la possibilité d'une nouvelle diminution des taux directeurs de la BCE en fonction des perspectives de stabilité des prix. Ce « biais d'assouplissement », selon la formulation adoptée, constitue un élément important, puisqu'il renforce la cohérence de la *forward guidance* avec la stratégie de politique monétaire. À cet égard, la décision du Conseil des gouverneurs du 7 novembre 2013 de réduire les taux directeurs de la BCE était parfaitement cohérente avec le cadre établi de la *forward guidance*.

### 3.3 INCIDENCE DE LA FORWARD GUIDANCE DE LA BCE

La démarche qui s'impose d'emblée pour évaluer l'efficacité de la *forward guidance* consiste à vérifier si l'annonce effectuée par l'autorité monétaire a entraîné une réaction immédiate du marché qui traduirait un changement des anticipations du marché financier. Si la *forward guidance* contient des informations nouvelles et pertinentes pour les marchés, on peut s'attendre à une réaction (en supposant que l'annonce n'était pas anticipée).

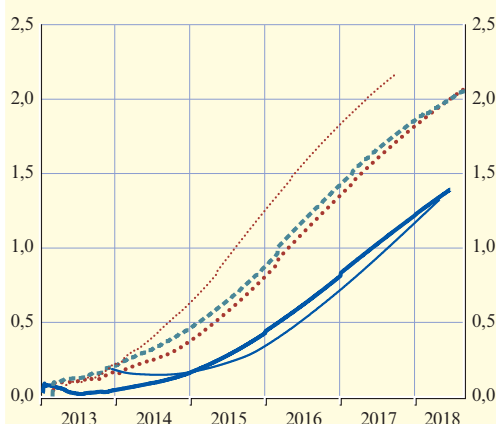
Au-delà de la réaction initiale du marché, l'incidence de la *forward guidance* peut également être évaluée au cours du temps en se fondant sur le degré de cohérence entre les anticipations des taux d'intérêt par le marché et les intentions stratégiques de la banque centrale. Cela peut notamment se mesurer par l'effet que la *forward guidance* est susceptible d'exercer sur l'incertitude entourant les futurs taux directeurs et sur la volatilité des taux actuels anticipés du marché monétaire. En fin de compte, il conviendrait d'évaluer la *forward guidance* en fonction de l'incidence macroéconomique découlant des ajustements des anticipations et des prix de marché qu'elle peut avoir déclenchés. Toutefois, l'absence d'exemple contrefactuel rend ces évaluations difficiles en pratique, ce qui explique pourquoi les études empiriques se concentrent généralement sur les réactions du marché<sup>15</sup>.

S'agissant de l'incidence de la *forward guidance* de la BCE, l'annonce du 4 juillet 2013 a entraîné un aplatissement immédiat de la courbe des rendements du marché monétaire (cf. graphique 1), avec une

Graphique 1 Courbes des taux anticipés de l'Eonia à certaines dates sélectionnées

(en pourcentages)

- 2 mai 2013 (après la réduction des taux d'intérêt)
- ... 3 juillet 2013 (avant la réunion du Conseil des gouverneurs)
- - - 4 juillet 2013 (après la réunion du Conseil des gouverneurs)
- ... 5 septembre 2013 (après la réunion du Conseil des gouverneurs)
- 17 mars 2014



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : La méthode adoptée est décrite dans l'annexe 2.1.2 de V. Brousseau et A. Durré, *Interest rate volatility: a consol rate-based measure*, Working Paper Series n° 1505, BCE, janvier 2013.

<sup>14</sup> C'est ainsi que, dans les conditions actuelles, les taux du marché sont influencés par l'importance de la liquidité excédentaire observée sur le marché. Cf. l'article intitulé *Évolutions récentes de l'excédent de liquidité et des taux du marché monétaire* du *Bulletin mensuel* de janvier 2014.

<sup>15</sup> Cf., par exemple, S. Gilchrist, D. Lopez-Salido et E. Zakrajsek, *Monetary policy and real borrowing costs at the zero lower bound*, *Finance and Economics Discussion Series*, Vol. 3, *Federal Reserve Board* (2014). Cf. également K. Femia, S. Friedman et B. Sack, *The Effects of Policy Guidance on Perceptions of the Fed's Reaction Function*, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n° 652 (2013).

diminution de cinq points de base environ des taux anticipés sur les échéances supérieures à six mois. Au cours des mois suivant l'introduction de cette stratégie, la pente de la courbe des taux anticipés a commencé à s'accroître, reflétant la publication de données économiques favorables à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro. Elle a atteint un nouveau point haut en septembre 2013, avant de s'aplatir durablement, notamment sous l'effet des décisions de politique monétaire prises en novembre 2013. Plus récemment, en dépit d'une certaine volatilité, elle est restée, dans l'ensemble, proche du niveau atteint après la décision de mai 2013 pour les échéances inférieures ou égales à deux ans. Cette évolution semble indiquer que la *forward guidance* est restée efficace pour orienter les anticipations des marchés sur les échéances les plus pertinentes pour la politique monétaire.

Au-delà de la réaction immédiate des marchés, la *forward guidance* de la BCE a également conduit à une réduction durable de l'incertitude des marchés quant à la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme. Les densités implicites extraites des options sur l'Euribor et utilisées pour évaluer les anticipations du taux des *swaps* de taux d'intérêt au jour le jour (OIS) montrent que la dispersion des anticipations relatives aux taux à court terme a diminué par rapport aux niveaux élevés observés en juin 2013, revenant

à un niveau plus proche de celui constaté début mai 2013 (cf. graphique 2). Le 2 mai 2013, après la réduction par le Conseil des gouverneurs des taux d'intérêt directeurs de la BCE, les anticipations du marché concernant les taux d'intérêt anticipés à un an étaient concentrées autour de bas niveaux. Par la suite, l'incertitude quant à l'évolution des taux du marché monétaire (mesurée par la largeur de la distribution) s'est accrue, atteignant un point haut le 24 juin 2013. La *forward guidance* a abouti à un resserrement de la dispersion, les anticipations de marché se réorientant vers des niveaux de taux d'intérêt plus bas, accompagné d'un déplacement vers le bas de l'anticipation moyenne.

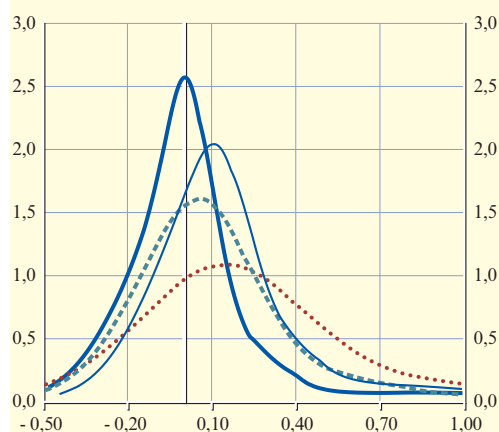
Enfin, un autre moyen d'évaluer l'influence de la *forward guidance* sur les taux du marché monétaire consiste à mesurer les variations de la réactivité des taux de ce marché aux « nouvelles » ayant une incidence sur les perspectives en matière de stabilité des prix (publications de données macroéconomiques, par exemple). La sensibilité aux nouvelles est particulièrement pertinente pour les formes de *forward guidance* (comme celle adoptée par la BCE) qui sont motivées par la nécessité de clarifier la fonction de réaction de la banque centrale et non de la modifier. Si cette stratégie est efficace, les taux d'intérêt de marché anticipés ne devraient pas réagir de façon excessivement sensible aux informations n'ayant pas d'incidence sur l'objectif de la banque centrale ou ne faisant que confirmer l'évaluation de la banque centrale. En particulier, en présence de perspectives d'inflation modérées, des informations positives ne devraient pas entraîner l'anticipation de futurs relèvements de taux, ou du moins pas de façon excessive par rapport au comportement normal.

**Graphique 2 Incertitude relative à l'évolution future des taux à court terme du marché monétaire**

(Densité tirée des options du taux des *swaps* de taux d'intérêt au jour le jour à trois mois à l'horizon d'un an pour certaines dates sélectionnées)

Axe des abscisses : taux d'intérêt  
Axe des ordonnées : densité

— 2 mai 2013 (après la réduction des taux d'intérêt)  
- - - 24 juin 2013 (après la réunion du Conseil des gouverneurs)  
- - - 4 juillet 2013  
— 17 mars 2014



Sources : NYSE Liffe et calculs de la BCE.

Note : La densité tirée des options de l'Euribor 3 mois à l'horizon d'un an est appliquée au taux des *swaps* de taux d'intérêt au jour le jour à trois mois à l'horizon d'un an en déplaçant la densité tirée des options de l'Euribor 3 mois à l'horizon d'un an le long de l'axe des abscisses du montant de l'écart entre la densité moyenne et le taux des *swaps* de taux d'intérêt au jour le jour à trois mois à l'horizon d'un an. Les densités sont calculées comme le montrent J. M. Puigvert-Gutiérrez et R. de Vincent-Humphreys dans *A Quantitative Mirror on the Euribor Market Using Implied Probability Density Functions*, *Eurasian Economic Review*, Vol. 2(1), 2012.

Comme mentionné ci-dessus, au cours de la période précédant l'annonce par la BCE de la *forward guidance*, les marchés avaient généralement réagi avec une sensibilité excessive à des informations économiques sans lien avec les fondamentaux de la zone euro ou à la publication de données ne faisant que confirmer les perspectives déjà intégrées dans l'évaluation des perspectives économiques par le Conseil des gouverneurs. Au contraire, depuis l'annonce de la *forward guidance*, la sensibilité des taux anticipés du marché monétaire aux publications de données macroéconomiques a diminué et est devenue plus conforme aux moyennes historiques.

Dans l'ensemble, ces résultats montrent que la *forward guidance* a contribué à une plus grande clarté et à une plus grande transparence quant à l'orientation de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs concernant la trajectoire future des taux directeurs de la BCE, conditionnée par les perspectives en matière de stabilité des prix. Elle a également contribué à des conditions plus stables sur le marché monétaire et à un ancrage plus ferme des anticipations. Par conséquent, la *forward guidance* a apporté un soutien précieux à la BCE dans la poursuite de son mandat qui consiste à maintenir la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro.

#### 4 CONCLUSION

Le présent article examine la *forward guidance* (politique consistant à formuler des déclarations explicites sur l'orientation conditionnelle de la politique monétaire concernant la trajectoire future des taux directeurs) dans l'intention de mieux aligner les anticipations des acteurs économiques avec la trajectoire des taux directeurs souhaitée par la banque centrale.

Alors que certaines formes de *forward guidance* avaient été appliquées avant la récente crise financière mondiale, cette stratégie a été utilisée de façon plus large et plus intensive au cours de cette crise, les banques centrales ayant atteint la borne inférieure pour leur taux directeur ou ayant été proches de ce niveau. Dans ce contexte, la *forward guidance* constitue un outil efficace pour orienter les anticipations des marchés concernant le niveau des taux d'intérêt à court terme plus étroitement autour de l'orientation de politique monétaire souhaitée par la banque centrale, notamment en présence d'une intensification de la volatilité financière. Les banques centrales du monde entier ont recouru à des formes variées de *forward guidance*, en y attachant différents types de conditionnalité en fonction des conditions économiques en vigueur et de leurs mandats.

Face au risque qu'une volatilité plus forte des conditions financières brouille l'orientation de politique monétaire souhaitée, la BCE a adopté la *forward guidance* sous la forme d'une communication explicite de l'orientation conditionnelle de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs concernant la trajectoire future des taux directeurs de la BCE. La *forward guidance* de la BCE a eu pour objectif de clarifier l'évaluation du Conseil des gouverneurs concernant les perspectives d'inflation dans la zone euro et sa réaction de politique monétaire à cette évaluation.

Ces résultats montrent que la *forward guidance* a bien servi les objectifs de la BCE en donnant une plus grande clarté et une plus grande transparence relativement à l'orientation de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs concernant la trajectoire future des taux directeurs de la BCE, conditionnée par les perspectives en matière de stabilité des prix. Elle a considérablement amélioré le contrôle sur les taux du marché monétaire, contribuant ainsi à une stabilisation des conditions sur ce marché et à un ancrage plus ferme des anticipations relatives aux taux directeurs. Par conséquent, la *forward guidance* a apporté un soutien précieux à la BCE dans la poursuite de son mandat qui consiste à maintenir la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro.



# LES MULTIPLICATEURS BUDGÉTAIRES ET LE CALENDRIER RETENU POUR PROCÉDER À L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE

## ARTICLES

Les multiplicateurs  
budgétaires  
et le calendrier retenu  
pour procéder  
à l'assainissement  
budgétaire

*Le présent article a pour objectif d'établir un lien entre le débat sur les multiplicateurs budgétaires à court terme (définis comme la variation du PIB en volume qui suit un choc budgétaire unitaire) et l'incidence à moyen et long terme exercée par l'assainissement budgétaire sur la soutenabilité de la dette publique et la production. Il rappelle que la taille des multiplicateurs budgétaires à court terme est entourée d'une grande incertitude. Les multiplicateurs peuvent notamment être plus élevés lors des récessions profondes ou des crises financières, mais l'incidence négative de l'assainissement budgétaire est atténuée dans un contexte de fragilité des finances publiques. Toutefois, il est souhaitable de concentrer les efforts d'assainissement budgétaire en début de période, même en temps de crise, en particulier dans les pays soumis aux pressions des marchés, cette anticipation étant par ailleurs recommandée pour des considérations d'économie politique. Des simulations utilisant des valeurs plausibles pour les multiplicateurs montrent qu'une augmentation du ratio de dette faisant suite à des épisodes d'assainissement budgétaire sera probablement tout au plus de courte durée et s'annulera à moyen terme. En outre, le report en fin de période de l'assainissement budgétaire nécessiterait généralement un effort budgétaire global plus important pour réduire les ratios de dette. Enfin, des éléments montrent que les multiplicateurs sont positifs à long terme (c'est-à-dire que l'assainissement budgétaire favorise une augmentation de la production). Globalement, la détermination de la trajectoire et de la composition de l'assainissement budgétaire doit tenir compte aussi bien des coûts à court terme que des bénéfices à long terme.*

## I INTRODUCTION

Depuis le début de la crise de la dette souveraine, de nombreux pays de l'UE se sont engagés dans un processus d'assainissement budgétaire afin de rétablir la soutenabilité de la dette publique et de préserver ou de retrouver l'accès au financement de marché. S'agissant de la zone euro dans son ensemble, l'assainissement budgétaire devrait se poursuivre en 2014, plus lentement toutefois, après les efforts considérables déjà réalisés jusqu'à présent. Selon les projections établies par la Commission européenne, la dette publique moyenne dans la zone euro devrait atteindre en 2014 un pic en pourcentage du PIB et la production devrait se redresser, mais à un rythme lent<sup>1</sup>.

Il est largement admis que les bénéfices à moyen et long terme qui résultent d'un processus d'assainissement bien conçu s'accompagnent généralement de coûts à court terme sous forme de pertes de production. Le récent débat entre les universitaires et les responsables de la politique économique a eu tendance à mettre l'accent sur ces coûts et sur leurs implications pour le rythme souhaité de l'assainissement budgétaire. Certains ont même affirmé (cf. section 3) que si l'incidence négative sur la croissance économique à court terme est suffisamment importante, une réalisation anticipée de l'assainissement budgétaire peut s'avérer contre-productive et entraîner une augmentation des ratios de la dette publique rapportée au PIB. Dans ce contexte, le présent article cherche à aller au-delà du débat relatif à l'incidence à court terme de l'assainissement budgétaire, pour analyser ses effets à moyen et long terme sur la production et la soutenabilité de la dette publique. Il examine également les études récentes relatives aux multiplicateurs budgétaires qui dépendent de la situation économique. Enfin, l'article conclut en formulant des recommandations concernant l'élaboration des programmes d'assainissement budgétaire.

<sup>1</sup> Cf. Commission européenne, *European Economic Forecast – Autumn 2013*, European Economy, n° 7/2013, novembre 2013.

## 2 EXAMEN DE LA LITTÉRATURE RELATIVE AUX MULTIPLICATEURS BUDGÉTAIRES À COURT TERME QUI DÉPENDENT DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE

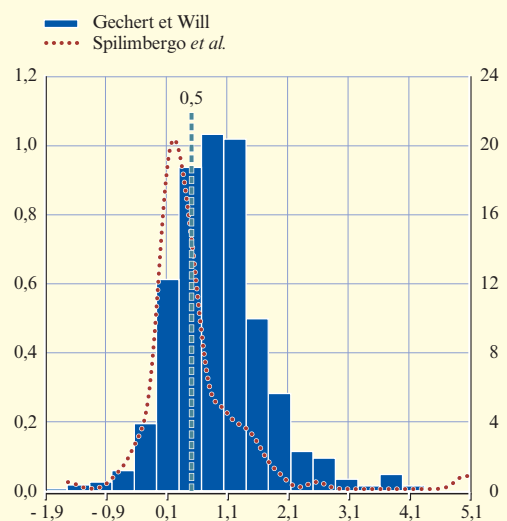
Les multiplicateurs budgétaires rendent compte de l'incidence (positive ou négative) des chocs budgétaires sur la production et peuvent être définis comme la variation en pourcentage du PIB en volume qui fait suite à un choc budgétaire représentant au total 1 % du PIB<sup>2</sup>. Avant le début de la crise financière mondiale, la plupart des études avaient tendance à estimer des multiplicateurs budgétaires qui ne variaient pas dans le temps et qui étaient indépendants de la situation économique. Elles utilisaient divers modèles empiriques (principalement des modèles vectoriels autorégressifs – VAR) et des modèles structurels microfondés (essentiellement des modèles dynamiques et stochastiques d'équilibre général – DSGE), qui étaient axés sur une dynamique linéaire. Les multiplicateurs budgétaires estimés dans ces travaux peuvent être considérés comme des moyennes pondérées des différents multiplicateurs observés durant les périodes d'expansion et de ralentissement économiques<sup>3</sup>. La littérature plus récente élargit cette analyse pour prendre en compte les multiplicateurs qui dépendent de la situation économique.

Les estimations des multiplicateurs budgétaires varient généralement en fonction des pays et des périodes considérés et de la méthodologie utilisée. La fourchette des estimations est large, comme le montre le graphique qui présente les distributions publiées dans deux études spécifiques qui passent en revue la littérature sur ce sujet<sup>4</sup>. Pour Spilimbergo *et al.*, le multiplicateur moyen (en valeur absolue) est égal à 0,5 (cf. la ligne verticale en pointillés dans le graphique) et les valeurs les plus fréquemment observées sont positives, mais inférieures à la moyenne. Dans l'étude de Gechert et Will (qui est plus récente), le multiplicateur moyen est compris entre 0,5 et 1, selon que l'on utilise les recettes ou les dépenses comme instrument pour réaliser l'assainissement, et en fonction de la méthode d'évaluation.

La suite de cette section examine la littérature récente portant sur les multiplicateurs budgétaires qui dépendent de la situation économique, en mettant l'accent sur les conditions économiques qui ont caractérisé ou précédé la crise de la dette souveraine dans la zone euro<sup>5</sup>. Elle présente également des simulations pertinentes utilisant les modèles macroéconomiques de la BCE.

### Distribution des multiplicateurs budgétaires

Axe des abscisses : Multiplicateur budgétaire  
Axe des ordonnées : Densité (échelle de gauche)  
Fréquence (pourcentages ; échelle de droite)



Source : J. Andrés et R. Doménech, *Fiscal Adjustment and Economic Growth in Europe*, Economic Watch, BBVA Research, 2013. (Pour plus de détails sur les deux ensembles de données, cf. les études mentionnées dans la note de bas de page 4 du texte)

Notes : Le multiplicateur à court terme négatif conventionnel est présenté en valeur absolue. Des multiplicateurs négatifs indiquent un effet positif sur le PIB à la suite d'une amélioration du solde budgétaire (par exemple par le biais de réductions des dépenses publiques).

2 La définition des multiplicateurs budgétaires varie selon les études. Certaines examinent l'incidence des chocs budgétaires sur le niveau de la production et d'autres l'incidence sur la croissance de la production. Les deux catégories d'études sont présentées dans cet article.

3 Cf. J. Parker, *On Measuring the Effects of Fiscal Policy in Recessions*, Journal of Economic Literature, n° 49, 2011.

4 Cf. A. Spilimbergo, S. Symansky et M. Schindler, *Fiscal Multipliers*, Staff Position Notes du FMI, n° 09/11, FMI, 2009 ; et S. Gechert et H. Will, H., *Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis*, IMK Working Papers, n° 97, IMK, 2012.

5 Elle met également l'accent sur le multiplicateur des dépenses, sur la taille duquel la littérature est moins divisée. On dispose d'un éventail plus large d'estimations pour le multiplicateur fiscal, celles-ci variant en fonction de la technique utilisée pour identifier les chocs budgétaires. Pour une analyse sur ce sujet, cf. D. Caldara et C. Kamps, *What are the effects of fiscal shocks? A VAR-based comparative analysis*, Working Paper Series, n° 877, BCE, 2008.



## LES MULTIPLICATEURS BUDGÉTAIRES DURANT LES RÉCESSIONS

Il a été avancé que l'incidence négative exercée par l'assainissement budgétaire sur la production pouvait être plus marquée durant les récessions qu'en période d'expansion. Par exemple, l'effet des rigidités des prix et des salaires nominaux peut être plus sensible durant les récessions que lors des phases d'expansion, dans la mesure où les prix et les salaires ont tendance à s'ajuster plus lentement à la baisse en raison (entre autres) de facteurs institutionnels. Des rigidités nominales plus importantes conduisent généralement à des multiplicateurs budgétaires plus élevés, l'ajustement à une demande plus faible s'opérant plutôt par le biais de la production et de l'emploi. Plusieurs études empiriques fondées sur des modèles VAR établissent une distinction entre les multiplicateurs budgétaires lors des récessions et ceux observés en période de croissance, en utilisant diverses techniques économétriques<sup>6</sup>. La plupart de ces études parviennent à la conclusion que les multiplicateurs de dépenses à court terme sont plus élevés lors des récessions que lors des périodes de croissance. Toutefois, l'ampleur de la différence entre les deux estimations varie considérablement. Les travaux empiriques présentent également plusieurs inconvénients. Premièrement, la plupart pâtissent de l'absence de données relatives aux récessions profondes<sup>7</sup>. Deuxièmement, les modèles utilisés pour de telles analyses ont tendance à être simples et sont susceptibles d'omettre d'autres facteurs déterminants importants<sup>8</sup>. Enfin, les études fondées sur des modèles VAR avec seuils utilisent généralement le PIB potentiel comme variable de seuil pour identifier les périodes de récession alors même que les incertitudes entourant les estimations de cette variable sont bien connues.

Les modèles DSGE, quant à eux, peuvent être calibrés pour simuler une situation de récession (par exemple en augmentant le pourcentage de ménages ayant un accès limité à la liquidité), même si la plupart de ces modèles sont incapables de reproduire un comportement non linéaire<sup>9</sup>. L'augmentation associée du multiplicateur est généralement plus faible pour les modèles DSGE que pour les modèles empiriques.

## LES MULTIPLICATEURS BUDGÉTAIRES EN PÉRIODE DE CRISE FINANCIÈRE

Dans la mesure où l'on considère que les contraintes de liquidité renforcent l'incidence d'un choc budgétaire, la santé du système financier est un autre déterminant potentiel de la taille des multiplicateurs budgétaires. Les frictions financières, qui s'accroissent durant les récessions et sont exacerbées en période de crise financière, peuvent conduire à des multiplicateurs budgétaires plus élevés parce qu'elles limitent la capacité des agents du secteur privé à recourir au crédit pour lisser la consommation au fil du temps en réponse à un choc budgétaire négatif. Les effets restrictifs de l'assainissement budgétaire peuvent être plus marqués durant les crises financières ou au lendemain de celles-ci, compte tenu de l'augmentation du nombre de ménages ayant un accès limité à la liquidité. Même si les résultats varient entre les différentes études empiriques, des éléments montrent que

6 Celles-ci incluent notamment : des modèles VAR à paramètres variables dans le temps et à volatilité stochastique (M. Kirchner, J. Cimadomo et S. Hauptmeier, *Transmission of government spending shocks in the euro area: time variation and driving forces*, Working Paper Series, n° 1219, BCE, 2010) ; des modèles VAR avec seuils (A. Baum et G. Koester, *The impact of fiscal policy on economic activity over the business cycle – evidence from a threshold VAR analysis*, Discussion Papers, n° 03/2011, Deutsche Bundesbank, 2011 ; et N. Batini, G. Callegari et G. Melina, *Successful Austerity in the United States, Europe and Japan*, Working Papers du FMI, n° 12/190, FMI, 2012) ; des modèles VAR de Markov à changement de régime (transition lisse) (A. Auerbach et Y. Gorodnichenko, *Measuring the Output Responses to Fiscal Policy*, American Economic Journal: Economic Policy, n° 4(2), 2012 ; et les techniques de régressions en panel et de VAR appliquées à des sous-groupes de pays conformément à des seuils prédéterminés (E. Ilzetzki, E. Mendoza et C. Vegh, *How big (small?) are fiscal multipliers?*, Journal of Monetary Economics, n° 60(2), 2012).

7 Comme l'a montré Parker (op. cit., note de bas de page 3).

8 Les modèles VAR de forme réduite qui sont généralement utilisés pour estimer les multiplicateurs budgétaires peuvent être exposés à des biais résultant de l'omission d'une variable et à d'autres problèmes d'estimation, tels que le « problème de la clairvoyance budgétaire » (cf. E.M. Leeper *et al.*, *Fiscal foresight: analytics and econometrics*, NBER Working Papers, n° 14028, 2008). Omettre la rétroaction de la dette à partir des modèles VAR peut également aboutir à des estimations incorrectes des effets dynamiques des chocs budgétaires (comme le montrent C. Favero et F. Giavazzi, *Debt and the effects of fiscal policy*, NBER Working Papers, n° 12822, 2007).

9 Pour un examen des facteurs exerçant une incidence sur les multiplicateurs budgétaires dans les modèles DSGE, cf. G. Coenen *et al.*, *Effects of fiscal stimulus in structural models*, American Economic Journal: Macroeconomics, n° 4(1), 2012.



globalement, les multiplicateurs budgétaires à court terme sont plus élevés dans les économies qui connaissent une crise financière<sup>10</sup>.

### LES MULTIPLICATEURS BUDGÉTAIRES DANS LE CADRE D'UNE POLITIQUE MONÉTAIRE RESTRICTIVE

Une politique monétaire qui dispose d'une faible marge de manœuvre, ce qui est souvent le cas durant les récessions et les crises financières, peut donner lieu à des multiplicateurs budgétaires plus élevés, les taux d'intérêt ne réagissant pas (ou peu) aux diminutions de la demande agrégée. Dans les analyses fondées sur les modèles DSGE, la borne du taux zéro pour la politique monétaire est généralement considérée comme l'un des principaux facteurs d'un multiplicateur à court terme plus élevé que la normale<sup>11</sup>. Les modèles calibrés en utilisant des données relatives aux États-Unis ont montré que le multiplicateur des dépenses publiques est nettement supérieur à 1 lorsque le taux d'intérêt nominal de la politique monétaire est fixé à zéro<sup>12</sup>. Toutefois, aucun de ces modèles ne prend en compte l'incidence des mesures de politique monétaire non conventionnelles, qui peuvent permettre un assouplissement supplémentaire, même lorsque les taux d'intérêt directs ont effectivement atteint la borne inférieure (dans la mesure où une borne inférieure peut être correctement identifiée).

### LES MULTIPLICATEURS BUDGÉTAIRES DANS UN CONTEXTE DE FRAGILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES

De l'avis général, les coûts à court terme de l'assainissement budgétaire en termes de production sont plus faibles lorsque l'assainissement est mis en œuvre dans un contexte de détérioration rapide des finances publiques<sup>13</sup>. Cette situation est le résultat, entre autres, d'effets de confiance qui se matérialisent par une diminution des *spreads* souverains. Une action résolue des autorités publiques peut permettre de rétablir la soutenabilité budgétaire et contribuer ainsi à la stabilité macroéconomique et à un redressement de la production. La crédibilité des annonces faites par les gouvernements peut également influencer la taille des multiplicateurs budgétaires par le biais d'effets d'offre directs. Par exemple, l'assainissement budgétaire est généralement associé à des multiplicateurs budgétaires moins élevés si les marchés sont convaincus que les mesures annoncées seront intégralement mises en œuvre et durables. Si la crédibilité est totale, l'anticipation par les marchés de réductions d'impôts à plus long terme à la suite des mesures d'assainissement prises aujourd'hui peut entraîner des effets d'offre positifs, notamment une augmentation de l'offre de travail, même à court terme. Plusieurs études récentes ont observé que des multiplicateurs à court terme positifs pouvaient diminuer ou même devenir négatifs dans un contexte de ratios de dette élevés<sup>14</sup>.

10 À cet égard, une étude récente a mis en évidence des multiplicateurs budgétaires proches de 2 dans les pays de l'OCDE subissant une crise financière (cf. G. Corsetti, A. Meier et G. Müller, *What Determines Government Spending Multipliers?*, Economic Policy, n° 27, 2012).

En utilisant un modèle VAR à seuil, une autre étude a apporté des éléments concernant l'Allemagne, l'Italie, les États-Unis et le Royaume-Uni, qui sont cohérents avec une augmentation des multiplicateurs durant les périodes de tensions financières, même si ces multiplicateurs sont restés nettement inférieurs à 1 en présence de telles tensions (par exemple, 0,4 (contre 0,2) en Allemagne et 0,7 (contre 0,3) en Italie (cf. A. Afonso, J. Baxa et M. Slavík, *Fiscal developments and financial stress: a threshold VAR analysis*, Working Paper Series, n° 1319, BCE, 2011). Enfin, une troisième étude a conclu que le multiplicateur des dépenses est légèrement supérieur en Espagne durant les crises bancaires (cf. P. Hernández de Cos et E. Moral-Benito, *Fiscal multipliers in turbulent times: the case of Spain*, Working Paper Series, n° 1309, Banco de España, 2013).

11 Comme cela a été souligné dans un examen récent des études des modèles DSGE portant sur les multiplicateurs budgétaires (cf. E.M. Leeper, N. Traum et T.B. Walker, *Clearing up the fiscal multiplier morass*, NBER Working Papers, n° 17444, 2011), le régime de politique monétaire et (quoique dans une moindre mesure) le pourcentage de ménages subissant des contraintes de liquidité sont les principaux facteurs qui influent sur la taille des multiplicateurs à court terme.

12 Cf., par exemple, L. Christiano, M. Eichenbaum et S. Rebelo, *When is the Government Spending Multiplier Large?*, Journal of Political Economy, Vol. 119, n° 1, 2011.

13 Le canal d'anticipation peut même déclencher des augmentations de la consommation privée, et par là de la production, lorsque l'assainissement budgétaire est mis en œuvre pour remédier à un endettement public élevé, comme expliqué dans O. Blanchard, Comment, NBER Macroeconomics Annual, 1990. (« ...en prenant des mesures aujourd'hui, le gouvernement élimine la nécessité de procéder à des ajustements plus importants et peut-être beaucoup plus perturbants à l'avenir, ce qui peut accroître la consommation » ; (« ...plus le gouvernement tarde à procéder à un assainissement budgétaire, plus la hausse de la fiscalité sera élevée lorsqu'il le fera »). Cf. également A. Sutherland, *Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?*, Journal of Public Economics, n° 65(2), 1997.

14 Cf., entre autres : Ilzetzki, Mendoza et Vegh, op. cit., note de bas de page 6 ; Corsetti, Meier et Müller, op. cit., note de bas de page 10 ; C. Nickel et A. Tudyka, *Fiscal stimulus in times of high debt: reconsidering multipliers and twin deficits*, Working Paper Series, n° 1513, BCE, 2013 ; et Hernández de Cos et Moral-Benito, op. cit., note de bas de page 10.

Par ailleurs, quand plusieurs pays confrontés à des problèmes budgétaires procèdent simultanément à un assainissement, l'incidence négative globale sur l'économie domestique peut être aggravée. Pour une analyse de l'importance des effets de contagion budgétaires dans la zone euro, cf. l'encadré 1 du présent article.

Globalement, dans des situations de risques systémiques importants où la capacité des États à honorer leurs obligations en matière de dette est remise en question et où la stabilité financière de l'union monétaire est menacée, les bénéfices de l'assainissement budgétaire seront probablement plus importants que ceux mesurés par les simulations des modèles standard.

#### Encadré 1

### LES EFFETS DE CONTAGION BUDGÉTAIRE DANS LA ZONE EURO

Les effets négatifs sur la croissance d'un assainissement budgétaire à l'échelle nationale peuvent être amplifiés lorsque celui-ci est mis en œuvre simultanément dans plusieurs pays. Le présent encadré examine les principaux canaux internationaux de transmission des chocs budgétaires et évalue, à l'aide d'exemples de simulations fondées sur des modèles, l'ampleur potentielle des répercussions lorsque plusieurs pays de la zone euro resserrent leur politique budgétaire simultanément.

#### Les canaux de transmission des chocs budgétaires dans une union monétaire

Dans une union monétaire, lorsque les pays membres ont un taux d'intérêt commun et le même taux de change nominal, les liens commerciaux entre ces pays sont le principal canal de transmission des chocs budgétaires. L'assainissement budgétaire mis en œuvre dans un pays membre affecte les autres *via* une baisse de l'activité et de la demande intérieures, qui se traduit en partie par une diminution de la demande de biens étrangers<sup>1</sup>. L'effet sur la demande de l'assainissement budgétaire peut se traduire par une atténuation des tensions inflationnistes nationales, et donc aboutir à une dépréciation du taux de change effectif réel, ce qui améliore la compétitivité du pays à l'origine du choc et suscite éventuellement de nouvelles répercussions négatives pour les autres membres de l'union monétaire.

#### Les effets de contagion budgétaire dans la zone euro : données indicatives fondées sur des modèles

Cette section présente un exemple de simulation, à l'aide du nouveau modèle multi-pays de la BCE (*New Multi-Country Model* – NMCM)<sup>2</sup> afin d'évaluer l'ampleur des répercussions budgétaires sur les cinq principaux pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne et Pays-Bas) et sur un groupe de « petits pays » formé des autres membres de la zone euro.

Dans cette simulation, on part de l'hypothèse que les pays mettent en œuvre un assainissement budgétaire permanent représentant au total 1 % du PIB, distribué à parts égales entre recettes et dépenses. Le modèle prend en compte l'incidence baissière de l'assainissement budgétaire sur les primes de risque souverain national qui, dans l'hypothèse de la simulation, se transmettent intégralement aux conditions de financement du secteur privé national (*via* le « canal du risque

1 Cf., par exemple, S. Hebois et T. Zimmermann, *Estimating the effects of coordinated fiscal actions in the euro area*, European Economic Review, vol. 58(C), 2013.

2 Pour une description complète de ce modèle, cf. A. Dieppe, A. González Pandiella, S. Hall et A. Willman, *The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – with boundedly rational learning expectations*, Working Paper Series n° 1316, BCE, 2011.

souverain »)<sup>3</sup>. Dans cette situation, les répercussions budgétaires agissent essentiellement par le biais du canal commercial, le taux d'intérêt est exogène et il n'y a pas d'effet de contagion lié à la confiance susceptible d'affecter les primes de risque souverain<sup>4</sup>.

Le tableau présente les effets de contagion obtenus à l'aide des simulations du modèle NMCM. Les principales valeurs en diagonale correspondent aux multiplicateurs budgétaires cumulés au bout de trois ans à l'échelle nationale, qui résultent d'un assainissement budgétaire permanent équivalant à 1 % du PIB au total et mis en œuvre la première année. La taille et le signe des multiplicateurs budgétaires propres à chaque pays sont conformes aux conclusions moyennes de la littérature relative aux multiplicateurs budgétaires (cf. le graphique dans le corps du texte). Les valeurs en dehors de la diagonale indiquent l'effet cumulé qu'un assainissement budgétaire mis en œuvre dans le pays d'origine (lignes) sur une période de trois ans aura sur le PIB du pays subissant le choc (colonnes). L'Allemagne est responsable des effets de contagion les plus importants pour les autres pays (ainsi que pour l'ensemble de la zone euro). Par exemple, on constate qu'un assainissement budgétaire mis en œuvre en Allemagne (première ligne) et représentant 1 % du PIB entraîne un recul de 0,45 % du PIB national. La répercussion négative sur le PIB d'autres pays varie au sein d'une fourchette comprise entre 0,03 % pour la France et 0,06 % pour le groupe de petits pays. L'incidence négative sur la zone euro à l'exception de l'Allemagne représente au total 0,05 % du PIB.

D'après les données présentées dans le tableau, lorsque tous les pays procèdent simultanément à un assainissement, le ralentissement de la croissance nationale est plus important que lorsqu'un pays agit isolément (cf. les deux dernières lignes). L'ampleur du ralentissement supplémentaire du PIB national résultant d'un assainissement budgétaire simultané est pratiquement la même en Italie, en Espagne, aux Pays-Bas et dans les petits pays (environ 0,14 % en moyenne). Globalement, c'est l'assainissement mis en œuvre à l'échelle nationale qui pèse le plus sur la croissance.

Ces simulations issues du modèle NMCM sont globalement conformes à la plupart des autres prédictions, fondées sur des modèles, relatives aux répercussions budgétaires<sup>5</sup>. Cependant, certaines

#### Répercussions sur le PIB d'un assainissement budgétaire représentant 1 % du PIB au total et mis en œuvre la première année

(valeurs cumulées après trois ans ; écart en pourcentage par rapport au PIB national de référence)

Pays d'origine du choc budgétaire	Pays subissant le choc						Ensemble de la zone euro	
	DE	FR	IT	ES	NL	Petits pays	Pays d'origine exclus	Pays d'origine inclus
DE	-0,45	-0,03	-0,05	-0,05	-0,06	-0,06	-0,05	-0,15
FR	-0,03	-0,43	-0,04	-0,05	-0,03	-0,04	-0,03	-0,12
IT	-0,01	-0,01	-0,22	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,05
ES	-0,01	-0,02	-0,02	-0,54	-0,02	-0,02	-0,02	-0,08
NL	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,42	-0,02	-0,01	-0,04
Petits pays	-0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,03	-0,43	-0,02	-0,09
Pays agissant seul	-0,45	-0,43	-0,22	-0,54	-0,42	-0,43		
Assainissement simultané	-0,52	-0,51	-0,35	-0,68	-0,55	-0,58		

Source : Calculs de la BCE à partir des simulations issues du modèle NMCM

Notes : Les principales valeurs en diagonale correspondent aux multiplicateurs budgétaires nationaux cumulés, tandis que les valeurs en dehors de la diagonale représentent l'effet d'un assainissement budgétaire dans le pays d'origine (lignes) sur le PIB du pays qui subit le choc (colonnes). Toutes sont exprimées sous forme d'écart en pourcentage par rapport au PIB national de référence.

3 Cf. G. Corsetti, K. Kuester, A. Meier et G. Müller, *Sovereign risk, fiscal policy and macroeconomic stability*, The Economic Journal, vol. 123, n° 566, 2013.

4 Outre l'incidence en termes d'écart, les simulations issues du modèle NMCM peuvent rendre compte de répercussions positives en termes de confiance, résultant de l'assainissement mis en œuvre dans d'autres pays (c'est-à-dire qu'une diminution des primes de risque souverain dans le pays procédant à un assainissement – l'effet en termes d'écart – se traduit par une diminution des primes de risque dans les autres pays inclus dans le modèle. Pour des données empiriques concernant les répercussions en termes de confiance, cf. G. Amisano et O. Tristani, *The euro area sovereign crisis: monitoring spillovers and contagion*, Research Bulletin, n° 14, BCE, 2011.

5 Cf. V. Wieland, *Monetary policy targets and the stabilisation objective: a source of tension in EMS*, Journal of International Money and Finance, n° 15(1), 1996.

études récentes<sup>6</sup> font état d'effets de contagion plus importants. Les différences constatées entre les modèles résultent du grand nombre d'hypothèses formulées, telles que celles concernant le pourcentage de ménages dont l'accès à la liquidité est limité, le mécanisme qui sous-tend la formation des anticipations et la composition du choc. D'une manière plus générale, l'ampleur des répercussions budgétaires dépend d'un certain nombre de facteurs, dont la méthode d'analyse utilisée, les élasticités commerciales ainsi que tout effet de confiance sur les marchés financiers susceptible de réduire les primes de risque souverain.

6 Selon une étude récente, une augmentation temporaire de l'investissement public en Allemagne représentant au total 1 % du PIB sur deux ans entraîne une hausse du PIB en volume dans les autres pays comprise entre 0,2 % et 0,3 % (cf. J. Veld, *Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core*, Economic Papers n° 506, Commission européenne, 2013). Dans le même temps, le FMI a constaté, à l'aide de trois modèles structurels différents, qu'une hausse des dépenses en Allemagne représentant au total 1 % du PIB sur deux ans entraînait une augmentation du PIB en volume de 0,2 % maximum dans le reste de la zone euro (cf., FMI, *Germany : 2013 Article IV Consultation*, Country Report n° 13/255, 2013). L'effet varie en fonction du modèle utilisé et est moins prononcé dans le cas d'une relance budgétaire axée sur les recettes, en l'absence de politique monétaire accommodante.

### LES SIMULATIONS RÉALISÉES EN UTILISANT LE NOUVEAU MODÈLE DE LA BCE PORTANT SUR L'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO (NEW AREA-WIDE MODEL)

S'agissant de l'agrégat pour la zone euro, les simulations DSGE réalisées en utilisant le nouveau modèle de la BCE portant sur l'ensemble de la zone (*New Area-Wide Model* – NAWM, cf. l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de décembre 2012) illustrent comment certains facteurs examinés précédemment pourraient affecter la taille des multiplicateurs budgétaires. Elles montrent également que la composition de l'assainissement budgétaire a son importance. Globalement, ces simulations suggèrent largement que les multiplicateurs budgétaires à court terme sont (en valeur absolue) nettement inférieurs à 1 (cf. tableau)<sup>15</sup>. Ils dépassent 1 lorsque l'assainissement est fondé uniquement sur la

#### Multiplicateurs à court terme dans le nouveau modèle de la BCE portant sur l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model* – NAWM)

(pourcentages)

Instrument budgétaire	Crédibilité imparfaite et taux directeur fixe (1)	Crédibilité imparfaite (2)	Crédibilité totale (3)	Crédibilité totale et prime de risque moins élevée (4)	Davantage de ménages non ricardiens (5)
Consommation publique	- 1,13	- 0,95	- 0,59	- 0,45	- 1,18
Investissement public	- 1,40	- 1,28	- 0,71	- 0,56	- 1,45
Transferts généraux	- 0,14	- 0,06	0,02	0,16	- 0,31
Taxes sur le travail	- 0,10	- 0,18	- 0,52	- 0,37	- 0,21
Taxes sur la consommation	- 0,70	- 0,55	- 0,31	- 0,17	- 0,75
<b>Programme axé sur les dépenses</b>	<b>- 0,94</b>	<b>- 0,78</b>	<b>- 0,36</b>	<b>- 0,22</b>	<b>- 1,01</b>
<b>Programme axé sur les recettes</b>	<b>- 0,40</b>	<b>- 0,37</b>	<b>- 0,42</b>	<b>- 0,27</b>	<b>- 0,48</b>
<b>Programme axé sur les dépenses et les recettes</b>	<b>- 0,67</b>	<b>- 0,57</b>	<b>- 0,39</b>	<b>- 0,24</b>	<b>- 0,75</b>

Sources : Calculs de la BCE

Notes : Ces multiplicateurs à court terme montrent l'incidence moyenne exercée sur le PIB en volume au cours des deux premières années d'un choc permanent lié à un assainissement budgétaire représentant au total 1 % du PIB initial. Le scénario de référence pour la dernière colonne du tableau est celui de la colonne 1.

Le programme axé sur les dépenses (les recettes) est uniquement fondé sur des réductions des dépenses (des hausses de la fiscalité) réparties équitablement entre la consommation publique, l'investissement et les transferts (les taxes sur le travail et les taxes sur la consommation). Le programme axé sur les dépenses et les recettes consiste pour moitié en des réductions des dépenses et pour moitié en des augmentations des recettes. Les scénarios de crédibilité imparfaite et de crédibilité totale supposent que la politique monétaire n'est pas limitée par la borne du taux zéro et peut donc compenser en partie le frein à la croissance à court terme qui résulte des mesures d'assainissement. Dans ces scénarios, le taux d'intérêt nominal à court terme peut réagir à la situation économique conformément à la règle de politique monétaire intégrée dans le NAWM (selon laquelle les autorités monétaires baissent temporairement le taux directeur, contrairement au taux directeur fixe retenu dans le scénario de la colonne 1), réduisant ainsi l'ampleur des effets négatifs sur le PIB en volume à court terme par rapport à une situation dans laquelle le taux directeur demeure fixe. Dans le scénario d'une crédibilité totale, cet assainissement dégage une marge budgétaire au bout de dix ans et les simulations supposent que celle-ci est utilisée pour réduire la fiscalité du travail. Les anticipations des agents économiques de telles réductions de la fiscalité entraînent des effets d'offre favorables, notamment une augmentation de l'offre de travail, même à court terme. Cette évolution atténue à son tour l'incidence à court terme négative exercée sur le PIB par l'assainissement budgétaire. Le scénario retenant une crédibilité totale et une prime de risque moins élevée suppose également que la réduction à moyen terme du ratio de dette publique à la suite de l'assainissement budgétaire est associée à une diminution de la prime de risque souverain. S'agissant du scénario avec davantage de ménages non ricardiens, il convient de garder à l'esprit que dans ce modèle, les difficultés rencontrées par les ménages pour accéder à la liquidité n'excluent pas le lissage intertemporel de la consommation par le biais de l'ajustement de leurs encaisses monétaires. Cela pourrait expliquer l'incidence relativement modeste sur le multiplicateur.

15 Globalement, les multiplicateurs budgétaires tirés des modèles structurels ont tendance à être moins élevés que ceux proposés par les modèles empiriques. Toutefois, ces résultats ne sont pas totalement comparables, le traitement des chocs budgétaires (par exemple les chocs transitoires par opposition aux chocs permanents) pouvant être différents selon les études. Pour une analyse, cf. également Commission européenne, *Rapport sur les finances publiques dans l'UEM – 2012*, European Economy, n° 4/2012, juillet 2012.

réduction de l'investissement public et/ou de la consommation publique et lorsque dans le même temps, (a) les programmes d'assainissement sont peu crédibles et mis en œuvre dans le contexte d'une politique monétaire restrictive (cf. colonne 1) et (b) le pourcentage de ménages (non ricardiens) ayant un accès limité à la liquidité augmente (cf. colonne 5).

Les simulations du NAWM, qui sont indépendantes de la situation économique (comme la plupart des modèles empiriques), montrent que les dépenses publiques sont généralement associées à des multiplicateurs budgétaires plus élevés que la fiscalité. Les variations de la consommation et de l'investissement publics exerceront probablement une incidence plus directe sur la demande agrégée que les relèvements de la fiscalité (et les transferts aux ménages), qui se répercutent sur la production *via* des modifications des comportements en matière de consommation et d'épargne. C'est le cas, notamment, pour les réductions des investissements publics productifs, qui affectent également le produit marginal du capital privé et, par là, l'offre au sein de l'économie.

Comme cela a été souligné précédemment, la crédibilité des annonces des gouvernements est également importante pour la taille des multiplicateurs budgétaires dans les simulations NAWM. Si la crédibilité est imparfaite, c'est-à-dire si les marchés ne croient pas au départ que les autorités s'engagent à mettre intégralement en œuvre les mesures d'assainissement annoncées, les multiplicateurs sont plus élevés. Inversement, ils sont plus faibles si les marchés sont convaincus que les programmes des gouvernements seront entièrement réalisés. Le multiplicateur budgétaire à court terme peut même être encore moins élevé si des programmes d'assainissement crédibles sont associés à une baisse de la prime de risque souverain (cf. colonne 4 du tableau). Les coûts du service de la dette publique et ceux du financement du secteur privé s'en trouvent réduits, ce qui stimule l'investissement privé.

En conclusion, la taille des multiplicateurs budgétaires à court terme est entourée d'une grande incertitude. En ce qui concerne la zone euro, plusieurs évolutions institutionnelles récentes visant à renforcer la gouvernance budgétaire et macroéconomique peuvent contribuer à améliorer la crédibilité de l'assainissement budgétaire, réduisant ainsi ses coûts à court terme. De plus, dans les cas où l'assainissement budgétaire est nécessaire pour éviter une crise systémique de grande ampleur de la dette souveraine, il convient d'être prudent avant de tirer des conclusions relatives aux coûts de cet assainissement en se fondant sur des estimations des multiplicateurs budgétaires à court terme. Dans ce type de situation, les coûts liés au fait de ne pas entreprendre un assainissement budgétaire seront probablement nettement supérieurs à ceux engendrés par le retour à une trajectoire soutenable de la politique budgétaire.

### **3 PERTINENCE DES MULTIPLICATEURS BUDGÉTAIRES DU POINT DE VUE DE LA DYNAMIQUE DE LA DETTE ET DU RYTHME DE L'ASSAINISSEMENT**

Comme mentionné précédemment, plusieurs publications universitaires ont récemment indiqué que les multiplicateurs budgétaires pouvaient être plus élevés en situation de crise qu'en période normale. Certains commentateurs se sont référés à ces travaux pour préconiser d'éviter une réalisation anticipée de l'assainissement budgétaire dans les pays qui ne sont pas confrontés à un risque imminent de perte de leur accès au financement de marché<sup>16</sup>. Bien entendu, le constat de l'ampleur des multiplicateurs dans le contexte actuel ne suffit pas pour affirmer qu'il conviendrait de différer l'assainissement budgétaire. Si les multiplicateurs demeurent tout aussi élevés à l'avenir, un report

<sup>16</sup> Cette argumentation est résumée dans O. Blanchard et D. Leigh, *Fiscal consolidation: At what speed?*, VoxEU, 3 mai 2013. Pour une littérature sur le sujet, cf., entre autres : Corsetti, Meier et Müller, op. cit., note de bas de page 10 ; P. De Grauwe et J. Ji, *Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications*, VoxEU, 21 février 2013 ; et O. Blanchard et D. Leigh, *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF Working Papers, n° 13/00, FMI, 2013

ne ferait que retarder les effets négatifs à court terme sur la croissance. Toutefois, si on s'attend à une diminution de ces multiplicateurs budgétaires à l'avenir, le report de l'assainissement pourrait réduire les répercussions négatives sur la croissance à court terme. Cela peut être le cas dans les pays qui connaissent actuellement un degré important de sous-utilisation des capacités de production, dans les pays où la politique monétaire n'a qu'une capacité limitée à soutenir la demande et dans ceux où le mauvais fonctionnement des systèmes bancaires restreint la possibilité, pour les ménages, de lisser leur consommation en cas de chocs de politique budgétaire.

Selon une argumentation proche (mais sur un autre plan), une réalisation anticipée de l'assainissement budgétaire pourrait exacerber les effets d'hystérésis dans l'économie<sup>17</sup>. Ce phénomène concerne les situations où les ralentissements conjoncturels de l'activité économique sont capables d'endommager durablement le potentiel productif à long terme de l'économie. Ces effets d'hystérésis peuvent être plus prononcés en phase de récession profonde, quand les taux élevés et la durée prolongée du chômage augmentent le risque de pertes de compétences permanentes pour les salariés et que les faibles niveaux d'investissement font peser la menace d'une baisse permanente du stock de capital productif. Même si on ne s'attend pas à une diminution du multiplicateur budgétaire à l'avenir, les inquiétudes relatives aux effets d'hystérésis pourraient néanmoins plaider en faveur d'un report de l'assainissement.

Certains observateurs considèrent même que, dans des circonstances particulières, la réalisation anticipée de l'assainissement budgétaire peut être vouée à l'échec. En effet, en présence de multiplicateurs à court terme suffisamment élevés et d'effets d'hystérésis, le ralentissement à court terme de la croissance découlant de l'assainissement peut largement contrebalancer la réduction de l'endettement résultant de la diminution des emprunts de l'État, entraînant une hausse du ratio de dette publique. Les pays enregistrant un ratio dette/PIB initialement élevé courent le plus fort risque de voir leur assainissement voué à l'échec<sup>18</sup>. Bien que le concept de soutenabilité des finances publiques porte sur le long terme, il peut dès lors exister des situations où les marchés financiers attachent une importance excessive à la dynamique à court terme de la dette publique. Dans ces cas précis, une augmentation temporaire du ratio dette/PIB pourrait entamer la confiance des marchés et déclencher des effets de second tour négatifs par le biais d'une hausse des taux d'intérêt<sup>19</sup>.

Il existe toutefois de solides arguments en faveur d'une réalisation anticipée de l'assainissement budgétaire<sup>20</sup>. Les pays qui subissent la pression des marchés seront confrontés à des coûts plus élevés de leur dette souveraine, qui entraîneront un creusement des déficits budgétaires, sous l'effet de la hausse des coûts du service de la dette. L'augmentation des écarts de rendement des obligations souveraines peut également se répercuter sur les coûts de financement du secteur privé, avec des effets négatifs sur la croissance économique et sur la dynamique de la dette publique. Dans ces circonstances les pays n'ont souvent guère d'autre choix que la réalisation anticipée de l'ajustement budgétaire. En situation de tensions sur les marchés financiers, les équilibres multiples présentent une probabilité d'apparition plus forte. Dans un contexte de niveaux élevés d'incertitude, il est essentiel que les gouvernements puissent asseoir leur crédibilité, afin de prévenir l'apparition de « mauvais équilibres », ce qui peut nécessiter la réalisation anticipée d'un ajustement de grande ampleur.

17 Cf. J.B. DeLong et L.H. Summers, *Fiscal policy in a depressed economy*, Brookings Papers on Economic Activity, printemps 2012

18 Cf. L. Eyraud et A. Weber, *The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation*, IMF Working Papers, n° 13/67, FMI, 2013

19 Cf. C. Cottarelli et L. Jaramillo, *Walking Hand in Hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Economies*, IMF Working Papers, n° 12/137, FMI, 2012

20 Cf., par exemple : M. Buti et L. Pench, *Fiscal austerity and policy credibility*, VoxEU, 20 avril 2012; D. Gros, *Can austerity be self-defeating?*, VoxEU, 29 novembre 2011; et P. Padoan, U. Sila et P. van den Noord, *Avoiding debt traps: financial backstops and structural reforms*, Economics Department Working Papers, n° 976, OCDE, 2012



Même en l'absence de pressions des marchés, cette approche peut présenter des avantages. La mise en œuvre précoce de mesures correctrices des déséquilibres budgétaires permet à un pays de dégager plus rapidement un excédent primaire, assurant ainsi une diminution plus importante de la dette publique sur une période donnée. L'assainissement progressif comporte également des risques politiques liés au calendrier des cycles électoraux et à la possibilité qu'un phénomène de « lassitude » à son égard ne le compromette s'il devait s'étaler sur une longue période. Les gouvernements peuvent trouver plus difficile de mettre en œuvre des réformes assorties de coûts à court terme parfois douloureux vers la fin de leur mandat lorsqu'ils se portent candidats à une réélection. En outre, l'assainissement progressif diffère la possibilité pour le public de constater les bénéfices de l'ajustement en termes de réduction de la dette publique, de diminution des coûts de financement du secteur privé et de robustesse de la croissance économique. Il existe un risque que, dans l'intervalle, la conviction se répande que les réformes ne produisent pas les résultats escomptés et devraient donc être abandonnées. En outre, lorsque les institutions budgétaires sont faibles et les cadres budgétaires à moyen terme ne sont pas contraignants, les gouvernements peuvent avoir plus de difficultés à convaincre les marchés ou le grand public que l'assainissement budgétaire qui vient d'être approuvé sera réellement mis en œuvre dans le futur. La tendance des marchés financiers à attacher de l'importance à la croissance à court terme dans les pays engagés dans un processus d'assainissement budgétaire pourrait refléter l'opinion selon laquelle un pays confronté à une baisse sensible de son PIB ne serait pas à même d'inscrire son effort budgétaire dans la durée<sup>21</sup>.

Enfin, s'agissant du risque qu'un assainissement soit voué à l'échec, de quelle ampleur doivent être les multiplicateurs budgétaires pour que cela se produise ? De manière générale, l'assainissement est considéré comme voué à l'échec lorsque le ratio dette/PIB qui en résulte est plus élevé que dans le scénario de référence (qui ne prévoit pas d'assainissement). Les résultats pour la zone euro (cf. tableau A de l'encadré 2) montrent que le multiplicateur budgétaire doit (en valeur absolue) être très supérieur à 1 pour aboutir à un scénario voué à l'échec au bout de cinq ans, et il doit être très élevé (c'est-à-dire supérieur à 3) pour aboutir à un scénario voué à l'échec au bout de dix ans. Globalement, comme cela a été mis en évidence dans des études similaires<sup>22</sup>, les multiplicateurs doivent être d'une ampleur irréaliste pour que l'assainissement soit voué à l'échec, surtout sur longue période.

Les simulations de l'encadré 2 abordent la question plus vaste des avantages relatifs d'une réalisation anticipée ou d'un report de l'assainissement. Comme il ressort du tableau B, même avec des multiplicateurs raisonnablement élevés en situation de crise et en temps normal, une réalisation précoce réduit l'effort cumulé nécessaire pour parvenir à un ratio dette/PIB déterminé. Contrairement au report en fin de période, la réalisation anticipée de l'assainissement budgétaire réduit l'effet cumulatif des paiements d'intérêts corrigés de la croissance sur le ratio dette/PIB (effet boule de neige), un solde primaire moins élevé à long terme étant donc nécessaire pour parvenir à un ratio dette/PIB donné. Concentrer les efforts en début de période permet également une stabilisation plus rapide (d'un à deux ans) du ratio dette/PIB pour toutes les variantes du multiplicateur et aboutit à moyen terme à des ratios dette/PIB plus bas. Comme indiqué précédemment, l'incidence défavorable de l'assainissement sur le PIB a tendance à se dissiper au fil du temps, tandis que les améliorations structurelles du solde budgétaire résultant d'un assainissement bien conçu sont durables. Une stabilisation plus rapide de la dette peut également contribuer à réduire les coûts de la dette souveraine et garantir un accès au marché dans des situations où les marchés financiers s'attachent particulièrement à la dynamique à court terme de la dette lorsqu'ils évaluent la solvabilité d'un emprunteur souverain.

21 Cf. Cottarelli et Jaramillo, op. cit., note de bas de page 19

22 Cf., par exemple, Commission européenne, op. cit., note de bas de page 15



## Encadré 2

## LES MULTIPLICATEURS BUDGÉTAIRES ET LA DYNAMIQUE DE LA DETTE

Le présent encadré propose un cadre stylisé pour évaluer la pertinence des multiplicateurs budgétaires du point de vue de la dynamique de la dette et du rythme de l'assainissement.

## Cadre de modélisation stylisé

La dynamique de la dette publique est modélisée par l'équation classique d'accumulation de dette

$$\Delta d_t = \underbrace{\frac{i_t - g_t}{1 + g_t}}_{\text{Effet boule de neige}} d_{t-1} - pb_t + dda_t$$

où  $d$  est le ratio de la dette publique rapportée au PIB,  $i$  le taux d'intérêt effectif,  $g$  le taux de croissance du PIB (nominal),  $pb$  le ratio du solde primaire rapporté au PIB et  $dda$  l'ajustement dette-déficit. Comme on peut le constater, l'accumulation de dette dépend de l'ampleur relative du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance,  $i - g$ , et du solde primaire  $pb$ . En supposant que  $dda$  est égal à zéro, si le taux de croissance fléchit, il faut que le solde primaire augmente pour stabiliser la trajectoire du ratio dette/PIB.

La modélisation de la trajectoire future du ratio dette/PIB est effectuée ici à l'aide d'un cadre endogène simple. La croissance du PIB dépend de son propre décalage, du taux de croissance du PIB potentiel et de la vitesse à laquelle l'écart de production se referme. Le cadre relatif à la croissance recouvre également des effets d'hystérésis<sup>1</sup> ainsi que l'incidence des variations de taux d'intérêt. Les taux d'intérêt intègrent une prime de risque qui augmente lorsque le déficit budgétaire et la dette publique dépassent 3 % et 60 % du PIB, respectivement<sup>2</sup>. L'incidence de l'assainissement budgétaire sur le PIB (c'est-à-dire le multiplicateur budgétaire) est présentée comme un paramètre exogène dans l'équation relative à la croissance. Ce cadre intègre également l'interaction de la croissance du PIB avec le solde budgétaire *via* les stabilisateurs automatiques<sup>3</sup>.

## Les seuils de multiplicateurs à partir desquels l'assainissement est voué à l'échec

Ce cadre stylisé peut servir à simuler l'incidence sur la dynamique de la dette publique d'un effort permanent d'assainissement équivalant à 3 % du PIB au total la première année. L'assainissement est considéré comme « voué à l'échec » si le ratio dette/PIB qui en résulte est plus élevé que dans le scénario de référence (qui ne prévoit pas d'assainissement). Les résultats de ces simulations montrent que, compte tenu du niveau de la dette effectivement constaté dans la zone euro fin 2012, le multiplicateur budgétaire doit être très supérieur à 1 (en valeur absolue) pour aboutir à un scénario voué à l'échec au bout de cinq ans, et très élevé (c'est-à-dire supérieur à 3) pour aboutir à scénario voué à l'échec au bout de dix ans (cf. tableau A).

- 1 Le paramètre d'hystérésis est fondé sur l'estimation de 0,241 produite par DeLong et Summers (op. cit., note de bas de page n° 17).
- 2 La sensibilité des taux d'intérêt au déficit budgétaire et à la dette publique est calculée à partir de T. Laubach, *New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt*, Journal of the European Economic Association, vol. 7(4), 2009.
- 3 Le paramètre relatif aux effets budgétaires conjoncturels est fixé à 0,5 (c'est-à-dire que pour chaque écart de 1 % entre la production et le PIB potentiel estimé, la composante conjoncturelle correspondante du solde budgétaire est de 0,5). Ces chiffres sont conformes aux semi-élasticités budgétaires globales utilisées par la Commission européenne dans le cadre de la surveillance budgétaire. (Les semi-élasticités budgétaires s'élèvent en moyenne à 0,54 pour l'ensemble de la zone euro et vont de 0,48 en Espagne à 0,56 en Allemagne et 0,57 aux Pays-Bas). Pour de plus amples détails, cf. G. Mourre *et al.*, *The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update*, Economic Papers, n° 478, Commission européenne, mars 2013.

**Tableau A Seuils de multiplicateurs auxquels l'assainissement budgétaire a une incidence négative sur le ratio dette/PIB au temps  $t$**

(en pourcentage)

Ratio dette/PIB initial dans la zone euro		$t=1$	$t=3$	$t=5$	$t=10$
Niveau effectif (2012)	93	- 0,8	- 1,1	- 1,6	- 3,2
Hypothèse d'un niveau de dette plus élevé	120	- 0,6	- 0,9	- 1,4	- 3,0
Hypothèse d'un niveau de dette moins élevé	60	- 0,9	- 1,2	- 1,7	- 3,4

Sources : Prévisions de l'automne 2013 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Les chiffres prennent comme hypothèse un assainissement permanent représentant au total 3 % du PIB au cours de la première année. Les hypothèses de ratios de dette n'impliquent pas de modification des paramètres du modèle stylisé. Le temps  $t$  est mesuré en années.

Le niveau initial de la dette joue un rôle important dans les simulations<sup>4</sup>. Pour un différentiel taux d'intérêt/taux de croissance donné, plus le niveau de la dette est élevé, plus il est difficile de la stabiliser et de la placer sur une trajectoire baissière. Par conséquent, lorsque les niveaux de la dette sont plus élevés, l'assainissement est voué à l'échec avec des multiplicateurs moins importants<sup>5</sup>. Des scénarios hypothétiques pour la zone euro, fondés sur des ratios de dette plus élevés et moins élevés initialement (ce qui implique, respectivement, des seuils de multiplicateurs moins élevés et plus élevés) sont également présentés dans le tableau A.

Globalement, les résultats montrent que si le multiplicateur budgétaire se situe à l'intérieur de l'intervalle normalement considéré comme pouvant correspondre à un programme d'assainissement dont la structure est équilibrée, l'assainissement budgétaire a, au départ, une incidence négative sur le ratio de dette, qui s'inverse au bout de quelques années<sup>6</sup>. Ainsi, l'assainissement budgétaire aboutit dans tous les cas à une amélioration de la trajectoire du ratio de dette.

#### Comparaison entre un effort d'assainissement concentré sur le début de la période et un effort reporté en fin de période

L'analyse présentée dans le tableau A repose sur l'hypothèse que l'assainissement budgétaire est mis en œuvre intégralement au cours de la première année. Dans ce deuxième exercice, on évalue les différences entre les effets d'un assainissement concentré sur le début de la période et ceux d'un assainissement reporté en fin de période. Aux fins de cet encadré, on considère qu'un assainissement budgétaire concentré sur le début de la période a lieu au cours des trois premières années, tandis qu'il est reporté en fin de période s'il est retardé de deux ans avant d'être mis en œuvre également sur une période de trois ans. Pour une meilleure comparabilité, il est important que les deux trajectoires aboutissent, en définitive, au même résultat. On suppose donc que le ratio de dette publique rapportée au PIB atteint un objectif de 60 % au bout de vingt ans.

Le tableau B montre également que le fait de concentrer l'effort d'assainissement sur le début de la période entraîne une stabilisation plus rapide du ratio dette/PIB (de un à deux ans) pour toutes les variantes de multiplicateur, et aboutit à moyen terme à des ratios de dette plus bas.

4 D'autres facteurs prennent en compte certaines des différences entre scénario avec assainissement et scénario sans assainissement, dans la mesure où le cadre n'est pas complètement linéaire. Les effets d'hystérèse, le rôle de la résorption de l'écart de production et le décalage de croissance (tous étant des déterminants de la croissance actuelle du PIB nominal) et le fait que les primes de risque de taux d'intérêt dépendent de seuils de déficit/dette introduisent dans le cadre stylisé des effets non linéaires liés à l'assainissement. Par conséquent, le ratio de dette publique initial n'est pas l'unique déterminant du seuil de multiplicateur dans ce cadre.

5 Plus le ratio de dette est élevé, plus l'excédent primaire nécessaire pour le stabiliser est important, pour un différentiel taux d'intérêt/taux de croissance donné. Par conséquent, plus le ratio de dette est élevé, plus l'effort d'assainissement, et donc l'impact négatif sur la production, est important. En termes d'effet sur le ratio de dette, cet effort d'assainissement plus important comporte à la fois un effet numérateur (amélioration *ex post* moins significative du solde budgétaire) et un effet dénominateur (baisse du PIB). Ainsi, dans les simulations, les ratios de dette affichent une différence moins importante entre les deux scénarios, notamment à plus court terme.

6 Une analyse de sensibilité qui examine les valeurs des paramètres utilisées dans le cadre de modélisation stylisé montre que les conclusions globales de l'analyse de base demeurent valables. Les paramètres qui affectent le plus la taille du multiplicateur, notamment en abaissant le seuil retenu dans le scénario d'assainissement voué à l'échec, sont la vitesse de résorption de l'écart de production et l'élasticité budgétaire par rapport à l'écart de production. Une résorption moins rapide de l'écart de production (c'est-à-dire en sept ans au lieu de cinq), qui dépend de la taille initiale de ce dernier ainsi que des effets d'hystérèse de l'assainissement supplémentaire, aboutirait à un ralentissement de la dynamique de la croissance qui, associé à d'autres facteurs, accentuerait les effets négatifs de l'assainissement sur le ratio de dette. De la même manière, une plus grande élasticité budgétaire par rapport à l'écart de production atténue l'amélioration des ratios de dette qui résulte de l'assainissement supplémentaire et, par conséquent, réduit légèrement le niveau du seuil du multiplicateur.

**Tableau B Comparaison des effets d'un effort d'assainissement concentré en début de période et d'un effort reporté en fin de période dans la zone euro**

Indicateurs de la zone euro	(a) Multiplicateurs constants		(b) Baisse des multiplicateurs au cours de la troisième année		(c) Baisse des multiplicateurs au cours de la cinquième année	
	Assainissement en début de période	Assainissement en fin de période	Assainissement en début de période	Assainissement en fin de période	Assainissement en début de période	Assainissement en fin de période
Effort d'assainissement cumulé (en % du PIB)	2,6	3,0	2,7	3,0	2,8	3,2
Nombre d'années nécessaires pour stabiliser le ratio de dette	3,0	4,0	3,0	4,0	3,0	5,0
Ratio dette/PIB au bout de cinq ans (fin de l'assainissement ; en %)	94,0	97,6	97,0	97,6	98,4	100,6

Sources : Prévisions de l'automne 2013 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Les chiffres reposent sur l'hypothèse qu'un ratio dette/PIB de 60 % est atteint au bout de vingt ans. Dans la colonne (a), le multiplicateur est de 0,8 chacune des cinq années. Dans la colonne (b), le multiplicateur est de 1,3 au cours des deux premières années et de 0,8 à partir de la troisième année. Dans la colonne (c), le multiplicateur est de 1,3 au cours des quatre premières années et de 0,8 la cinquième. Dans le scénario où l'assainissement est concentré en début de période, les montants annuels sur lesquels il porte sont identiques au cours des trois premières années. Dans le scénario de report de l'assainissement, celui-ci porte sur des montants annuels identiques au cours de la troisième, de la quatrième et de la cinquième année.

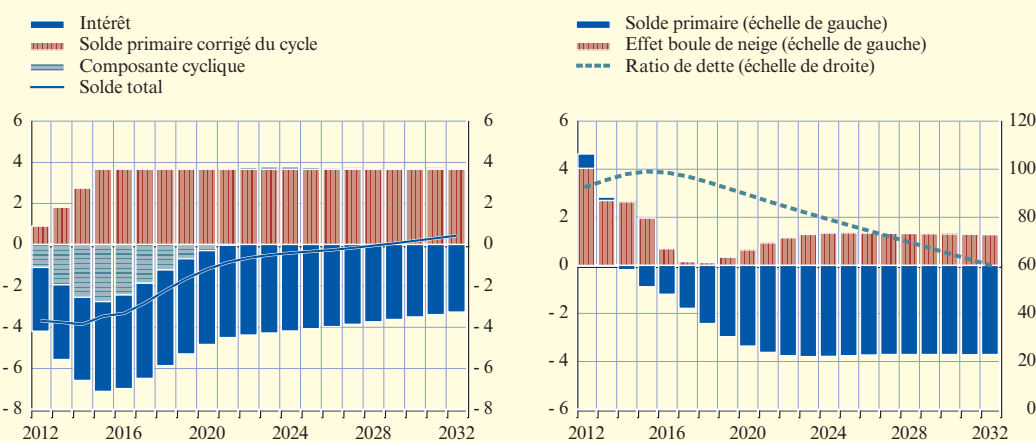
### Ventilation de la dynamique de la dette simulée dans la zone euro

(en pourcentage du PIB pour le scénario d'assainissement concentré en début de période ; en points de pourcentage du PIB pour celui de report de l'assainissement)

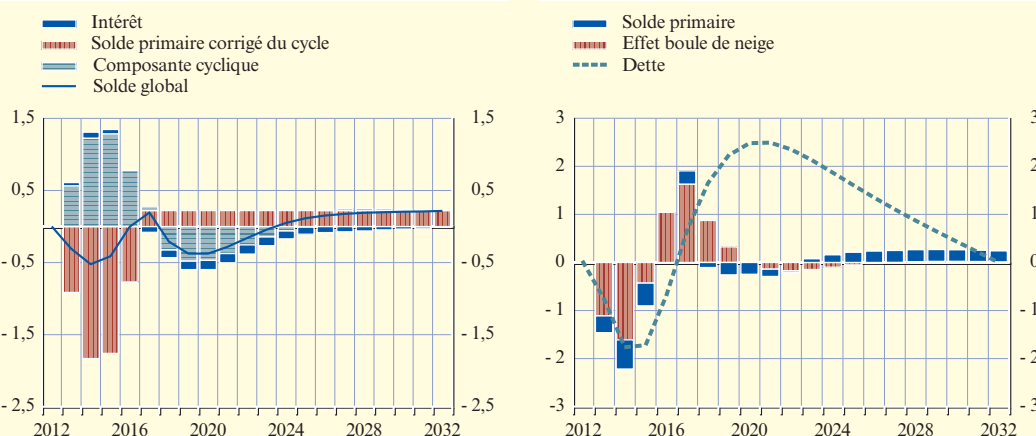
#### Solde budgétaire nominal

#### Ratio dette/PIB

#### Assainissement concentré en début de période



#### Report de l'assainissement : écart par rapport à un assainissement concentré en début de période



Sources : Prévisions de l'automne 2013 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Il ressort de la première ligne du tableau B que concentrer l'effort d'assainissement sur le début de la période réduit l'effort cumulé nécessaire pour respecter l'objectif d'un ratio de dette égal à 60 % du PIB au bout de vingt ans dans la zone euro. Contrairement au report en fin de période, ce cas de figure réduit l'effet cumulatif des paiements d'intérêt corrigés de la croissance sur le ratio de dette publique rapportée au PIB (« effet boule de neige »), de sorte qu'un solde primaire moins élevé à long terme est donc nécessaire pour parvenir à un ratio dette/PIB donné. Cela vaut pour chacune des trois variantes en termes d'ampleur et de profil d'évolution du multiplicateur budgétaire. Par rapport au scénario de référence (dans lequel les multiplicateurs restent invariables dans le temps), la différence entre un effort d'assainissement consenti globalement en début de période et un effort reporté en fin de période n'est que très légèrement inférieure (de 0,1 environ) lorsque les multiplicateurs diminuent au cours des années suivantes.

Un examen plus détaillé de ces simulations montre la différence du point de vue de la dynamique de la dette entre un effort d'assainissement concentré en début de période et un effort retardé, lorsque le multiplicateur revient de 1,3 à 0,8 au cours de la troisième année (cf. graphiques). Dans le cas d'un assainissement concentré en début de période commençant en 2013, le solde primaire corrigé du cycle atteint une valeur d'équilibre de 3,6 % du PIB en 2015, et l'incidence du cycle économique sur le solde primaire a disparu en 2020. En 2016, l'excédent primaire aura atteint un niveau supérieur à l'« effet boule de neige » résultant du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance, et le ratio de dette publique rapportée au PIB aura commencé à diminuer pour revenir à 60 % en 2032. Lorsque l'effort d'assainissement est retardé, le solde primaire corrigé du cycle n'atteint pas sa valeur (plus élevée) d'équilibre de 3,9 % du PIB avant 2017. Le solde primaire ne dépasse pas l'« effet boule de neige » et ne place pas le ratio de dette publique sur une trajectoire baissière avant 2017.

#### 4 EFFETS À LONG TERME DE L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE SUR LA PRODUCTION

Les simulations simplifiées décrites précédemment ne prennent pas en compte l'effet positif à moyen et long terme de l'assainissement sur l'offre. Sur le long terme, des programmes d'assainissement budgétaire bien conçus ont des effets bénéfiques considérables, non seulement du point de vue de la soutenabilité budgétaire mais également en termes de PIB. De manière générale, la littérature<sup>23</sup> conclut que les bénéfices à plus long terme de l'assainissement budgétaire en termes de production devraient être plus importants lorsque (a) l'assainissement est essentiellement mis en œuvre sur le volet dépenses, en évitant néanmoins des réductions des dépenses publiques productives, (b) le secteur public est déjà important et (c) le ratio dette/PIB est élevé et la soutenabilité des finances publiques est menacée.

En ce qui concerne la mise en œuvre des baisses de dépenses, la littérature empirique montre que les multiplicateurs des chocs de dépense ont tendance à diminuer et à changer de signe à moyen terme. Autrement dit, des réductions des dépenses publiques improductives en particulier sont associées à des effets positifs sur la production à moyen et long terme. Certains éléments donnent à penser que les gouvernements sont désormais de plus en plus conscients de la nécessité de mettre en œuvre des mesures efficaces de baisse des dépenses. Par exemple, des examens des dépenses visent à dégager des ressources en réduisant les dépenses improductives, tout en protégeant les catégories de dépenses publiques les plus à même de promouvoir une croissance à plus long terme. C'est le cas, par exemple,

<sup>23</sup> Les études théoriques sont partagées quant à l'existence d'une incidence de la politique budgétaire sur le niveau ou le taux de croissance du PIB par habitant. Les modèles de croissance exogène (néo classique) ne rendent compte que d'une incidence sur les niveaux, et non des effets à long terme sur la croissance résultant de modifications des variables de la politique budgétaire, tandis que les modèles de croissance endogène (cf. note de bas de page suivante) prédisent les effets sur le taux de croissance, au moins durant la trajectoire assurant la transition vers l'état d'équilibre.

des dépenses qui (a) favorisent la création d'un capital physique ou humain (comme un investissement en infrastructures, en recherche et développement, dans la santé et l'éducation),<sup>24</sup> (b) utilisent efficacement les ressources publiques dans la réalisation de ces activités et (c) confortent la stabilité macroéconomique en étant axées sur le moyen terme, prévisibles et soutenables. Des indicateurs de la qualité des finances publiques ainsi que des méthodologies d'évaluation couramment utilisées et des éléments de comparaison internationaux peuvent fournir des indications pertinentes et utiles dans le cadre de l'évaluation de la qualité des dépenses publiques<sup>25</sup>.

L'incidence favorable des réductions des dépenses publiques devrait être plus forte à long terme si le secteur public est important et/ou si la soutenabilité budgétaire est menacée. De manière générale, des secteurs publics importants peuvent affaiblir la croissance à long terme. Pour fonctionner durablement, ils nécessitent des impôts élevés, qui peuvent avoir des effets dissuasifs sur le travail et l'investissement<sup>26</sup>. À l'inverse, financer des niveaux de dépenses élevés par le biais de l'emprunt donnera lieu à des niveaux d'endettement encore plus élevés (et potentiellement non soutenables), s'accompagnant de répercussions négatives sur la stabilité macroéconomique, les coûts de financement et, *in fine*, la croissance.

Comme le montrent les simulations réalisées à partir du NAWM de l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de décembre 2012, l'assainissement budgétaire est associé à des effets positifs sur la croissance à long terme du PIB de l'ensemble des instruments de recettes et de dépenses exception faite de l'investissement public. L'assainissement réduit le niveau d'endettement à moyen terme et les simulations reposent sur l'hypothèse que la marge de manœuvre budgétaire qui en résulte est mise à profit pour réduire la charge de l'impôt, génératrice de distorsions, pesant sur le travail. Par conséquent, des hausses de la fiscalité (tant directe qu'indirecte) réalisées au départ peuvent être associées à des effets positifs sur la production, bien qu'il s'agisse là d'effets plus limités que pour ceux résultant des réductions des dépenses improductives. L'assainissement fait également baisser les primes de risque souverain, entraînant une diminution des coûts de financement de l'État et générant une marge de manœuvre pour de nouvelles réductions de la fiscalité du travail. Dans le même temps, la diminution des coûts de financement du secteur privé entraîne une augmentation du stock de capital dans l'économie et un accroissement des niveaux de production.

Globalement, les programmes d'assainissement budgétaire doivent éviter toute prévention à l'égard des réductions des dépenses : même si des réductions des dépenses improductives peuvent avoir à court terme des effets négatifs plus importants que des mesures concernant le volet des recettes (à l'exception des transferts généraux), elles tendent à produire des effets particulièrement bénéfiques en termes de perspectives de croissance à moyen et long terme. En outre, les mesures d'assainissement axées sur le volet dépenses sont les plus favorables pour la croissance à long terme lorsqu'elles s'accompagnent de réformes du côté de l'offre (notamment la déréglementation du marché des biens et du travail) et d'une modération des salaires<sup>27</sup>.

24 Par exemple, Lucas soutient que l'investissement public dans l'éducation accroît le niveau de capital humain et que cela peut être considéré comme une source de croissance économique à long terme (cf. R. Lucas, *On the mechanism of economic development*, Journal of Monetary Economics, n° 22, 1988). Barro affirme que les dépenses publiques productives (comme l'investissement en infrastructures) peuvent, jusqu'à un certain point, favoriser la croissance économique (cf. R. Barro, *Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth*, Journal of Political Economy, n° 98(5), 1990. Romer défend la thèse de la pertinence des dépenses de recherche et développement (cf. : P. Romer, *Increasing Returns and Long-Run Growth*, Journal of Political Economy, n° 94, 1986 ; et P. Romer, *Human Capital and Growth: Theory and Evidence*, Carnegie-Rochester Series on Public Policy, n° 32, 1990.

25 Cf., à cet égard, les travaux de l'OCDE et de la Commission européenne sur la qualité des finances publiques.

26 Même dans le cas des dépenses publiques productives, la littérature attire l'attention sur l'existence de réponses non linéaires en termes de croissance à long terme : l'augmentation du stock de capital public au-delà d'un certain niveau considéré comme optimal affectera *in fine* la production et la croissance (cf. Barro, *op. cit.*, note de bas de page 24).

27 Cf. : A. Alesina, C. Favero, et F. Giavazzi, "The Output Effect of Fiscal Consolidations", NBER Working Papers, n° 18336, 2012 ; et G.C. Tsibouris, M.A. Horton, M.J. Flanagan et W. Maliszewski, *Experience with Large Fiscal Adjustments*, IMF Occasional Papers, n° 246, FMI, 2006

## 5 CONCLUSIONS

La revue de la littérature consacrée au thème du présent article montre qu'il n'existe pas un multiplicateur à court terme unique associé à l'assainissement budgétaire. Les multiplicateurs sont spécifiques à un pays, à une période et à un épisode particulier. Généralement, l'assainissement budgétaire devrait exercer une incidence négative sur la production à court terme. Cette incidence est plus importante non seulement lors de récessions et/ou de périodes de tensions financières, mais également lorsque la politique monétaire est restrictive et que l'assainissement est mis en œuvre dans plusieurs pays en même temps. Le multiplicateur budgétaire est moins élevé dans un contexte de fragilité des finances publiques, notamment lorsque la soutenabilité de la dette publique est menacée. Il diffère également selon l'instrument budgétaire utilisé.

Il est, toutefois, important d'aller au-delà de l'étroitesse de cette vision à court terme. Un large consensus s'est dégagé pour reconnaître qu'un assainissement budgétaire bien conçu a des effets favorables à moyen et long terme. L'assainissement correspond à une amélioration permanente du solde structurel, tandis que la détérioration de la croissance n'est que temporaire. Même dans l'éventualité d'un multiplicateur budgétaire élevé, l'assainissement budgétaire peut, au départ, entraîner une augmentation du ratio d'endettement, mais cet effet s'inverse généralement en quelques années. Pour les pays enregistrant des niveaux élevés d'endettement, si l'incidence défavorable à court terme sur le ratio d'endettement peut se prolonger plus longtemps, l'assainissement budgétaire ramène *in fine* la dette sur une trajectoire soutenable.

Les simulations reposant sur des hypothèses plausibles indiquent que la réalisation anticipée de l'assainissement réduit l'effort d'assainissement global et stabilise le ratio d'endettement plus rapidement (même s'il se traduit par des baisses de la production plus importantes à court terme). Toutefois, dans de nombreux cas, il n'est pas envisageable d'éviter ces coûts à court terme. Les pays qui subissent des tensions d'ordre budgétaire sont obligés de concentrer l'effort d'assainissement budgétaire en début de période afin de satisfaire leurs besoins de financement et de retrouver rapidement une situation budgétaire saine afin de se prémunir contre des réactions brusquement négatives des marchés. Les partisans du report de l'assainissement budgétaire mettent souvent l'accent sur les multiplicateurs plus faibles attendus à l'avenir, une fois que la reprise est intervenue. Cette stratégie peut, néanmoins, s'avérer dangereuse, notamment parce que la reprise a peu de chances de se manifester si le report de l'assainissement budgétaire donne lieu à une nouvelle détérioration des soldes budgétaires. Dans une telle situation, le report nécessitera des efforts cumulés plus importants. Globalement, lors de la définition d'une trajectoire d'assainissement budgétaire, les arguments invoqués précédemment en faveur d'une réalisation axée sur la phase initiale l'emportent souvent sur ceux qui soulignent les coûts en termes de pertes de production à court terme, surtout sur le plan de l'économie politique.

Dans tous les cas, la crédibilité du processus d'assainissement budgétaire, qui apparaît essentielle pour réduire les coûts d'assainissement à court terme, doit être soutenue par l'élaboration de plans à moyen terme bien conçus, qui se fondent sur des mesures détaillées et durables. Il est également essentiel que l'assainissement budgétaire repose sur des réductions des dépenses publiques improductives, cette stratégie ayant les effets bénéfiques les plus importants pour la croissance à moyen terme et exerçant une incidence durable sur le déficit. La confiance dans les programmes d'assainissement gouvernementaux est encore améliorée lorsque ces mesures s'accompagnent de réformes structurelles qui ont un effet positif sur l'offre à long terme.

# STATISTIQUES DE LA ZONE EURO







# TABLE DES MATIÈRES <sup>1</sup>

## VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro

S5

## I STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	S6
1.2	Taux directeurs de la BCE	S7
1.3	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres	S8
1.4	Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité	S9

## 2 STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

2.1	Bilan agrégé des IFM de la zone euro	S10
2.2	Bilan consolidé des IFM de la zone euro	S11
2.3	Statistiques monétaires	S12
2.4	Prêts accordés par les IFM : ventilation	S15
2.5	Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation	S17
2.6	Titres détenus par les IFM : ventilation	S20
2.7	Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM	S21
2.8	Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro	S22
2.9	Titres détenus par les OPCVM ventilés par émetteurs	S23
2.10	Bilan agrégé des véhicules financiers <i>ad hoc</i> de la zone euro	S24
2.11	Bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension de la zone euro	S25

## 3 COMPTES DE LA ZONE EURO

3.1	Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels	S26
3.2	Comptes non financiers de la zone euro	S30
3.3	Ménages	S32
3.4	Sociétés non financières	S33
3.5	Sociétés d'assurance et fonds de pension	S34

## 4 MARCHÉS FINANCIERS

4.1	Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises	S35
4.2	Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments	S36
4.3	Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro	S38
4.4	Actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
4.5	Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro	S42
4.6	Taux d'intérêt du marché monétaire	S44
4.7	Courbes des taux de la zone euro	S45
4.8	Indices boursiers	S46

## 5 PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

5.1	IPCH, autres prix et coûts	S47
5.2	Production et demande	S50
5.3	Marché du travail	S54

1) De plus amples informations peuvent être obtenues à l'adresse suivante : [statistics@ecb.europa.eu](mailto: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.

<b>6</b>	<b>FINANCES PUBLIQUES</b>	
6.1	Recettes, dépenses et déficit/excédent	S56
6.2	Dette	S57
6.3	Variation de la dette	S58
6.4	Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels	S59
6.5	Dette trimestrielle et variation de la dette	S60
<b>7</b>	<b>BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE</b>	
7.1	État récapitulatif de la balance des paiements	S61
7.2	Compte de transactions courantes et compte de capital	S62
7.3	Compte financier	S64
7.4	Présentation monétaire de la balance des paiements	S70
7.5	Échanges de biens	S71
<b>8</b>	<b>TAUX DE CHANGE</b>	
8.1	Taux de change effectifs	S73
8.2	Taux de change bilatéraux	S74
<b>9</b>	<b>ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO</b>	
9.1	Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE	S75
9.2	Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon	S76
	<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>	S77
	<b>NOTES TECHNIQUES</b>	S79
	<b>NOTES GÉNÉRALES</b>	S87

#### ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO À LA LETTONIE LE 1<sup>ER</sup> JANVIER 2014

En janvier 2014, la Lettonie a rejoint la zone euro, portant à dix-huit le nombre de pays participants.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données intégrant des observations relatives à 2014 ont trait à l'Euro 18 (la zone euro intégrant la Lettonie) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires, l'IPCH et les avoirs de réserve (et, pour des raisons de cohérence, les composantes et contreparties de M3 ainsi que les composantes de l'IPCH), les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

Des informations détaillées concernant la composition actuelle et les compositions passées de la zone euro sont disponibles dans les notes générales.

#### Conventions utilisées dans les tableaux

« – »	données inexistantes/non pertinentes
« . »	données non encore disponibles
« ... »	néant ou négligeable
(p)	provisoire
cvs	corrige des variations saisonnières



## VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro  
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 1. Évolutions monétaires et taux d'intérêt <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2), 3)</sup>	M3 <sup>2), 3)</sup> Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques <sup>2)</sup>	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM <sup>2)</sup>	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période)	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	1,2	0,58	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	1,4	0,22	2,24
2013 T2	8,0	4,5	2,8	-	-1,1	0,1	0,21	2,14
2013 T3	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,9	0,22	2,05
2013 T4	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,9	0,24	2,24
2014 T1	.	.	.	.	.	.	0,30	1,82
2013 Octobre	6,5	3,2	1,4	1,6	-2,1	2,4	0,23	1,95
2013 Novembre	6,5	3,0	1,5	1,3	-2,3	2,5	0,22	1,99
2013 Décembre	5,7	2,5	1,0	1,2	-2,3	-0,8	0,27	2,24
2014 Janvier	6,1	2,4	1,2	1,2	-2,3	-0,1	0,29	1,89
2014 Février	6,2	2,4	1,3	.	-2,2	.	0,29	1,88
2014 Mars	.	.	.	.	.	.	0,31	1,82

### 2. Prix, production, demande et marché du travail

	IPCH <sup>1)</sup>	Prix à la production	Coûts horaires de main-d'œuvre <sup>2)</sup>	PIB en volume (données cvs) <sup>5)</sup>	Production industrielle (hors construction)	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (%)	Emploi (données cvs) <sup>5)</sup>	Chômage (% de la population active ; données cvs)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	1,8	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,3
2013	1,4	-0,2	1,4	-0,4	-0,7	78,3	-0,8	12,0
2013 T3	1,3	-0,6	1,1	-0,3	-1,1	78,4	-0,9	12,0
2013 T4	0,8	-1,1	1,4	0,5	1,5	79,2	-0,5	11,9
2014 T1	0,7	.	.	.	.	.	.	.
2013 Octobre	0,7	-1,3	-	-	0,4	78,4	-	11,9
2013 Novembre	0,9	-1,2	-	-	2,8	-	-	11,9
2013 Décembre	0,8	-0,8	-	-	1,2	-	-	11,9
2014 Janvier	0,8	-1,4	-	-	2,1	80,0	-	11,9
2014 Février	0,7	-1,7	-	-	.	-	-	11,9
2014 Mars	0,5	.	-	-	.	-	-	.

### 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 <sup>6)</sup> (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	130,9	92,6	72,0	689,4	-13,4	127,4	97,9	95,6	1,2848
2013	228,9	170,2	41,8	542,1	.	.	101,7	98,9	1,3281
2013 T2	61,3	50,5	11,5	564,3	-13,8	128,1	100,8	98,3	1,3062
2013 T3	53,0	38,7	-14,7	586,8	-13,5	125,2	101,9	99,2	1,3242
2013 T4	88,3	50,9	52,4	542,1	.	.	103,1	100,0	1,3610
2014 T1	.	.	.	.	.	.	103,9	100,8	1,3696
2013 Octobre	28,9	19,0	1,4	579,6	-	-	102,8	99,7	1,3635
2013 Novembre	28,8	18,7	40,6	561,5	-	-	102,6	99,5	1,3493
2013 Décembre	30,6	13,2	10,4	542,1	-	-	103,9	100,7	1,3704
2014 Janvier	6,8	1,0	12,2	570,8	-	-	103,4	100,3	1,3610
2014 Février	.	.	.	578,5	-	-	103,6	100,5	1,3659
2014 Mars	.	.	.	.	-	-	104,6	101,5	1,3823

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 d'obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro. Pour plus d'informations, cf. la section 4.7
- 5) Les données se rapportent à l'Euro 18.
- 6) 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	28 février 2014	7 mars 2014	14 mars 2014	21 mars 2014	28 mars 2014
<b>Avoirs et créances en or</b>	303 158	303 158	303 134	303 134	303 134
<b>Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro</b>	243 828	244 312	244 460	244 650	244 548
<b>Créances en devises sur les résidents de la zone euro</b>	24 130	23 867	23 790	23 893	23 137
<b>Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro</b>	19 005	18 806	18 321	19 200	17 742
<b>Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro</b>	664 508	654 015	648 892	644 074	640 766
Opérations principales de refinancement	94 036	87 047	92 565	96 906	121 305
Opérations de refinancement à plus long terme	569 694	566 682	556 324	546 249	518 043
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	776	284	2	917	1 417
Appels de marge versés	2	2	2	2	0
<b>Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro</b>	74 105	72 875	76 038	77 848	65 988
<b>Titres en euros émis par les résidents de la zone euro</b>	586 379	588 035	587 877	588 465	590 351
Titres détenus à des fins de politique monétaire	229 302	229 302	228 835	228 585	228 373
Autres titres	357 077	358 733	359 042	359 880	361 978
<b>Créances en euros sur les administrations publiques</b>	28 237	28 237	28 237	28 237	28 237
<b>Autres actifs</b>	237 729	239 020	237 022	236 578	238 201
<b>Total de l'actif</b>	<b>2 181 079</b>	<b>2 172 324</b>	<b>2 167 771</b>	<b>2 166 080</b>	<b>2 152 103</b>
<b>2. Passif</b>					
<b>Billets en circulation</b>	933 847	937 004	938 126	936 939	938 728
<b>Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	392 487	393 554	425 795	405 240	382 918
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	187 393	187 112	226 755	195 201	179 162
Facilité de dépôt	29 371	30 939	23 495	34 536	28 256
Reprises de liquidité en blanc	175 500	175 500	175 500	175 500	175 500
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Appels de marge reçus	223	3	45	4	0
<b>Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	5 179	5 188	5 014	5 095	9 499
<b>Certificats de dette émis</b>	0	0	0	0	0
<b>Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	126 112	113 875	83 432	103 443	117 133
<b>Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro</b>	93 494	90 597	88 133	88 241	81 607
<b>Engagements en devises envers les résidents de la zone euro</b>	2 782	1 858	1 209	977	1 408
<b>Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro</b>	4 939	5 765	6 487	6 892	5 716
<b>Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI</b>	52 717	52 717	52 717	52 717	52 717
<b>Autres passifs</b>	214 249	216 495	211 527	211 206	206 808
<b>Comptes de réévaluation</b>	262 876	262 876	262 876	262 876	262 876
<b>Capital et réserves</b>	92 395	92 395	92 453	92 454	92 692
<b>Total du passif</b>	<b>2 181 079</b>	<b>2 172 324</b>	<b>2 167 771</b>	<b>2 166 080</b>	<b>2 152 103</b>

Source : BCE

## 1.2 Taux directeurs de la BCE

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

	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement			Facilité de prêt marginal	
			Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable			
	Niveau 1	Variation 2	Taux fixe	Taux de soumission minimal	Variation 5	Niveau 6	Variation 7
			Niveau 3	Niveau 4			
1999 1 <sup>er</sup> janvier	2,00	–	3,00	–	–	4,50	–
4 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	3,25	...	–	4,25	...	5,25	...
1 <sup>er</sup> 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 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	–	–	–	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	–	-0,50	4,25	...
12 novembre	2,75	-0,50	3,25	–	-0,50	3,75	-0,50
10 décembre	2,00	-0,75	2,50	–	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 janvier	1,00	-1,00	2,00	–	-0,50	3,00	...
11 mars	0,50	-0,50	1,50	–	-0,50	2,50	-0,50
8 avril	0,25	-0,25	1,25	–	-0,25	2,25	-0,25
13 mai	0,25	...	1,00	–	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 avril	0,50	0,25	1,25	–	0,25	2,00	0,25
13 juillet	0,75	0,25	1,50	–	0,25	2,25	0,25
9 novembre	0,50	-0,25	1,25	–	-0,25	2,00	-0,25
14 décembre	0,25	-0,25	1,00	–	-0,25	1,75	-0,25
2012 11 juillet	0,00	-0,25	0,75	–	-0,25	1,50	-0,25
2013 8 mai	0,00	...	0,50	–	-0,25	1,00	-0,50
13 novembre	0,00	...	0,25	–	-0,25	0,75	-0,25

Source : BCE

- 1) Du 1<sup>er</sup> janvier 1999 au 9 mars 2004, la date fait référence aux facilités de dépôt et de prêt marginal. Pour les opérations principales de refinancement, les modifications du taux sont effectives à compter de la première opération qui suit la date indiquée. La modification du 18 septembre 2001 a pris effet à cette date. À compter du 10 mars 2004, la date fait référence aux facilités de dépôt et de prêt marginal et aux opérations principales de refinancement (modifications effectives à compter de la première opération principale de refinancement qui suit la décision du Conseil des gouverneurs), sauf indication contraire.
- 2) Le 22 décembre 1998, la BCE a annoncé que, à titre de mesure exceptionnelle, un corridor étroit de 50 points de base serait appliqué entre le taux de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt pour la période du 4 au 21 janvier 1999, pour faciliter la transition des opérateurs de marché vers le nouveau régime.
- 3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seraient effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal est le taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent présenter leurs soumissions.
- 4) À compter du 9 octobre 2008, la BCE a réduit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 points de base à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Le corridor des facilités permanentes a été rétabli à 200 points de base à compter du 21 janvier 2009.
- 5) Le 8 octobre 2008, la BCE a annoncé qu'à compter de l'opération devant être réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Cette modification annule la décision précédente (prise le même jour) d'abaisser de 50 points de base le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable.



### 1.3 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres <sup>1), 2)</sup> (montants en millions d'euros ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

#### 1. Opérations principales de refinancement et de refinancement à plus long terme <sup>3)</sup>

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
					Taux de soumission minimal	Taux marginal <sup>4)</sup>	Taux moyen pondéré	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Opérations principales de refinancement								
2013 23 décembre	133 585	117	133 585	0,25	–	–	–	7
30	168 662	181	168 662	0,25	–	–	–	9
2014 8 janvier	112 458	92	112 458	0,25	–	–	–	7
15	94 737	87	94 737	0,25	–	–	–	7
22	116 281	212	116 281	0,25	–	–	–	7
29	115 635	168	115 635	0,25	–	–	–	7
5 février	95 146	116	95 146	0,25	–	–	–	7
12	93 282	111	93 282	0,25	–	–	–	7
19	92 868	107	92 868	0,25	–	–	–	7
26	94 036	112	94 036	0,25	–	–	–	7
5 mars	87 047	96	87 047	0,25	–	–	–	7
12	92 565	99	92 565	0,25	–	–	–	7
19	96 906	103	96 906	0,25	–	–	–	7
26	121 305	121	121 305	0,25	–	–	–	7
2 avril	110 643	113	110 643	0,25	–	–	–	7
Opérations de refinancement à plus long terme <sup>5)</sup>								
2013 9 octobre	3 447	21	3 447	0,50	–	–	–	35
31	1 930	43	1 930	0,29	–	–	–	91
2014 13 novembre	3 194	21	3 194	0,25	–	–	–	28
28	5 926	47	5 926	0,25	–	–	–	91
2013 11 décembre	10 143	31	10 143	0,25	–	–	–	35
19	20 914	76	20 914	0,25	–	–	–	98
2014 15 janvier	7 092	28	7 092	0,25	–	–	–	28
30 <sup>6)</sup>	4 955	69	4 955	.	–	–	–	92
12 février	6 480	30	6 480	0,25	–	–	–	28
27 <sup>6)</sup>	6 297	63	6 297	.	–	–	–	91
12 mars	7 522	30	7 522	0,25	–	–	–	28
27 <sup>6)</sup>	11 617	83	11 617	.	–	–	–	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 de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal <sup>4)</sup>			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2013 23 décembre	Reprise de liquidité en blanc	139 920	103	139 920	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
30	Reprise de liquidité en blanc	104 842	89	104 842	–	–	0,25	0,25	0,24	9	
2014 8 janvier	Reprise de liquidité en blanc	185 795	132	179 000	–	–	0,25	0,25	0,17	7	
15	Reprise de liquidité en blanc	180 027	137	179 000	–	–	0,25	0,25	0,21	7	
22	Reprise de liquidité en blanc	152 067	126	152 067	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
29	Reprise de liquidité en blanc	151 206	130	151 206	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
5 février	Reprise de liquidité en blanc	211 022	158	175 500	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
12	Reprise de liquidité en blanc	195 924	157	175 500	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
19	Reprise de liquidité en blanc	216 070	164	175 500	–	–	0,25	0,24	0,23	7	
26	Reprise de liquidité en blanc	195 520	159	175 500	–	–	0,25	0,24	0,23	7	
5 mars	Reprise de liquidité en blanc	219 131	165	175 500	–	–	0,25	0,23	0,22	7	
12	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	

Source : BCE

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- S'agissant des opérations réglées le 22 décembre 2011 et le 1<sup>er</sup> 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.
- Lors de cette opération de refinancement à plus long terme, le taux auquel la totalité des soumissions a été servie était indexé à la moyenne des taux de soumission minimums des opérations principales de refinancement pour toute la durée de l'opération. Les taux d'intérêt correspondant à ces opérations de refinancement à plus long terme indexées ont été arrondis à deux décimales. Pour plus de précisions sur la méthode de calcul, se reporter aux notes techniques

**1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité**

(montants en milliards d'euros ; moyennes sur la période des positions quotidiennes, sauf indication contraire ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

**1. Assiette de réserves des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires**

Assiette des réserves à fin :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif <sup>1)</sup>			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		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	
2013 Septembre	18 133,7	9 806,2	572,8	2 483,8	1 301,4	3 969,5	
Octobre <sup>2)</sup>	18 148,7	9 823,0	562,9	2 481,1	1 323,0	3 958,8	
Novembre <sup>2)</sup>	18 160,4	9 856,1	552,0	2 479,2	1 305,5	3 967,6	
Décembre <sup>2)</sup>	17 847,1	9 811,6	518,8	2 447,1	1 152,6	3 917,1	
2014 Janvier	18 011,8	9 835,4	569,0	2 436,5	1 233,4	3 937,5	

**2. Constitution des réserves**

Période de constitution prenant fin en :	Réserves à constituer	Comptes courants des établissements de crédit	Excédents de réserves	Déficits de réserves	Taux de rémunération des réserves obligatoires
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2013 12 novembre	103,8	244,9	141,1	0,0	0,50
10 décembre	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 14 janvier <sup>3)</sup>	103,4	248,1	144,8	0,0	0,25
11 février	103,6	216,0	112,4	0,0	0,25
11 mars	102,8	201,1	98,3	0,0	0,25
8 avril	103,6	.	.	.	.

**3. Liquidité**

Période de constitution prenant fin en :	Facteurs d'élargissement de la liquidité					Facteurs d'absorption de la liquidité					Comptes courants des établissements de crédit	Base monétaire
	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème					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 <sup>4)</sup>				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
2013 8 octobre	538,2	96,2	674,6	0,2	248,2	58,9	189,8	918,3	80,1	41,9	268,4	1 245,6
12 novembre	550,9	90,8	652,4	0,1	244,6	52,1	187,2	920,4	70,9	63,4	244,9	1 217,4
10 décembre	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4
2014 14 janvier	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1 256,0
11 février	510,3	105,4	576,4	0,3	232,5	42,1	164,4	931,8	83,4	-12,9	216,0	1 190,0
11 mars	510,4	91,8	570,4	0,3	229,5	29,5	175,5	932,1	81,8	-17,6	201,1	1 162,8

Source : BCE

- 1 % à compter de la période de constitution des réserves débutant le 18 janvier 2012, et 2 % pour l'ensemble des périodes de constitution précédentes
- Inclut les assiettes de réserves des établissements de crédit en Lettonie. À titre transitoire, les établissements de crédit situés dans la zone euro peuvent décider de déduire de leur propre assiette de réserves les exigibilités envers les établissements situés en Lettonie. À compter de l'assiette de réserves à fin janvier 2014, le traitement normal s'applique (cf. la décision BCE/2013/41 du 22 octobre 2013 relative aux dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la BCE à la suite de l'introduction de l'euro en Lettonie).
- En raison de l'adoption de l'euro par la Lettonie le 1<sup>er</sup> janvier 2014, le montant des réserves obligatoires est une moyenne, pondérée du nombre de jours de calendrier, des réserves obligatoires des dix-sept pays de la zone euro pour la période allant du 11 au 31 décembre 2013 et des réserves obligatoires des dix-huit pays qui comptent désormais la zone pour la période allant du 1<sup>er</sup> au 14 janvier 2014.
- Dont la liquidité fournie dans le cadre des programmes d'achat d'obligations sécurisées et du Programme pour les marchés de titres de l'Eurosystème
- Dont la liquidité absorbée dans le cadre des opérations de *swaps* de change de l'Eurosystème  
Pour de plus amples informations, se reporter à : <http://www.ecb.europa.eu/mopol/liqhtml/index.en.html>



# STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

## 2.1 Bilan agrégé des IFM de la zone euro <sup>1)</sup> (montants en milliards d'euros ; encours en fin de période)

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro				Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires <sup>2)</sup>	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
<b>Eurosystème</b>														
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	408,6
2013 T3	4 303,2	2 455,0	15,1	1,2	2 438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	–	24,6	690,7	8,3	396,8
T4	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	408,6
2013 Novembre	4 147,9	2 338,7	15,1	1,2	2 322,4	723,2	573,8	25,8	123,5	–	25,0	649,9	8,4	402,7
Décembre	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	408,6
2014 Janvier	4 022,3	2 197,1	15,0	1,2	2 181,0	718,1	568,6	26,6	122,9	–	25,6	663,1	8,3	410,1
Février <sup>3)</sup>	3 986,3	2 156,6	15,0	1,2	2 140,5	712,4	567,5	25,2	119,7	–	26,5	671,5	8,3	410,9
<b>IFM hors Eurosystème</b>														
2012	32 694,6	17 988,2	1 153,4	11 039,5	5 795,4	4 901,6	1 627,0	1 423,3	1 851,3	66,8	1 227,8	4 045,7	214,7	4 249,9
2013	30 443,8	16 982,7	1 082,3	10 650,0	5 250,5	4 672,2	1 694,3	1 335,2	1 642,7	58,1	1 232,8	3 856,1	210,8	3 431,1
2013 T3	31 385,4	17 299,4	1 090,4	10 778,3	5 430,6	4 842,5	1 744,7	1 394,0	1 703,8	58,9	1 232,8	3 896,9	210,4	3 844,5
T4	30 443,8	16 982,7	1 082,3	10 650,0	5 250,5	4 672,2	1 694,3	1 335,2	1 642,7	58,1	1 232,8	3 856,1	210,8	3 431,1
2013 Novembre	31 335,8	17 173,1	1 084,4	10 722,9	5 365,8	4 815,4	1 762,0	1 371,7	1 681,7	56,8	1 239,1	3 966,7	209,7	3 875,0
Décembre	30 443,8	16 982,7	1 082,3	10 650,0	5 250,5	4 672,2	1 694,3	1 335,2	1 642,7	58,1	1 232,8	3 856,1	210,8	3 431,1
2014 Janvier	30 889,9	17 060,6	1 103,6	10 645,2	5 311,9	4 759,6	1 751,5	1 341,4	1 666,8	60,4	1 240,4	4 017,1	209,4	3 542,4
Février <sup>3)</sup>	30 749,0	16 975,5	1 095,0	10 639,7	5 240,8	4 753,6	1 768,3	1 319,2	1 666,1	53,2	1 237,6	4 004,1	208,6	3 516,4
<b>IFM hors Eurosystème</b>														
2012	32 694,6	–	17 195,3	169,6	10 866,2	6 159,5	534,7	4 848,9	2 343,9	3 494,5	4 277,2	–	–	452,5
2013	30 443,8	–	16 647,5	152,2	10 934,2	5 561,1	462,9	4 352,7	2 398,3	3 106,2	3 476,2	–	–	477,8
2013 T3	31 385,4	–	16 851,0	190,9	10 928,7	5 731,4	476,8	4 471,5	2 392,7	3 275,1	3 918,4	–	–	463,5
T4	30 443,8	–	16 647,5	152,2	10 934,2	5 561,1	462,9	4 352,7	2 398,3	3 106,2	3 476,2	–	–	477,8
2013 Novembre	31 335,8	–	16 803,0	175,4	10 940,0	5 687,6	474,8	4 436,6	2 399,1	3 270,4	3 951,9	–	–	470,9
Décembre	30 443,8	–	16 647,5	152,2	10 934,2	5 561,1	462,9	4 352,7	2 398,3	3 106,2	3 476,2	–	–	477,8
2014 Janvier	30 889,9	–	16 704,7	149,0	10 922,7	5 633,0	489,3	4 373,6	2 423,8	3 273,4	3 625,1	–	–	484,1
Février <sup>3)</sup>	30 749,0	–	16 689,6	178,5	10 934,5	5 576,6	480,9	4 346,3	2 431,9	3 243,7	3 556,6	–	–	484,3

Source : BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Montants émis par les résidents de la zone euro. Les montants émis par les non-résidents de la zone euro sont inclus dans les créances sur les non-résidents.
- 3) Montants détenus par les résidents de la zone euro
- 4) Les montants émis d'une durée inférieure ou égale à deux ans et détenus par les non-résidents sont compris dans les engagements envers les non-résidents.

**2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro <sup>1)</sup>**

(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 <sup>2)</sup>
		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
<b>Encours</b>											
2012	26 246,1	12 210,7	1 170,3	11 040,4	3 629,2	2 195,4	1 433,8	767,0	4 845,6	222,9	4 570,8
2013	24 648,9	11 748,4	1 097,3	10 651,1	3 622,0	2 261,9	1 360,1	792,4	4 488,5	219,1	3 778,5
2013 T3	25 416,7	11 885,0	1 105,5	10 779,5	3 741,9	2 321,4	1 420,5	792,7	4 587,6	218,7	4 190,7
T4	24 648,9	11 748,4	1 097,3	10 651,1	3 622,0	2 261,9	1 360,1	792,4	4 488,5	219,1	3 778,5
2013 Novembre	25 414,4	11 823,5	1 099,5	10 724,1	3 733,4	2 335,8	1 397,6	795,2	4 616,6	218,1	4 227,6
Décembre	24 648,9	11 748,4	1 097,3	10 651,1	3 622,0	2 261,9	1 360,1	792,4	4 488,5	219,1	3 778,5
2014 Janvier	25 048,4	11 764,9	1 118,5	10 646,4	3 688,0	2 320,0	1 368,0	795,4	4 680,2	217,7	3 902,1
Février <sup>(p)</sup>	24 993,8	11 750,9	1 110,0	10 640,9	3 680,2	2 335,8	1 344,3	792,8	4 675,6	216,9	3 877,5
<b>Flux</b>											
2012	87,5	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,5	-151,1	-14,0	139,0
2013	-1 615,3	-274,0	-73,8	-200,3	-27,2	46,2	-73,4	14,1	-79,5	-2,0	-1 246,7
2013 T3	-428,2	-95,5	-12,5	-83,0	-70,1	-58,6	-11,6	-8,5	-75,3	1,1	-179,9
T4	-670,5	-98,0	-8,1	-89,8	-137,0	-75,1	-61,8	-5,1	-14,1	0,7	-417,0
2013 Novembre	-30,4	-18,2	-18,6	0,4	-10,9	-7,8	-3,0	1,3	5,6	0,7	-8,8
Décembre	-704,2	-57,4	-1,9	-55,5	-110,9	-73,1	-37,9	-0,8	-85,0	1,2	-451,3
2014 Janvier	289,4	-4,4	19,8	-24,1	44,2	43,2	1,0	6,9	127,3	-1,5	116,9
Février <sup>(p)</sup>	-19,8	-2,9	-8,6	5,7	0,2	10,6	-10,3	-5,3	20,1	-0,8	-31,1

**2. Passif**

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts de l'administration centrale	Dépôts des autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	Titres d'OPCVM monétaires <sup>3)</sup>	Titres de créance émis <sup>4)</sup>	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs <sup>3)</sup>	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM
<b>Encours</b>										
2012	26 246,1	876,8	251,0	10 930,7	467,9	2 853,4	2 396,4	3 793,2	4 729,7	-52,9
2013	24 648,9	921,2	214,5	10 974,4	404,8	2 587,1	2 339,1	3 308,4	3 954,0	-54,6
2013 T3	25 416,7	894,0	272,9	10 977,9	417,9	2 643,0	2 372,8	3 500,5	4 381,9	-44,2
T4	24 648,9	921,2	214,5	10 974,4	404,8	2 587,1	2 339,1	3 308,4	3 954,0	-54,6
2013 Novembre	25 414,4	903,4	263,6	10 999,0	417,9	2 631,4	2 357,1	3 474,0	4 422,9	-54,7
Décembre	24 648,9	921,2	214,5	10 974,4	404,8	2 587,1	2 339,1	3 308,4	3 954,0	-54,6
2014 Janvier	25 048,4	908,3	236,5	10 963,9	428,9	2 583,8	2 385,6	3 467,4	4 109,2	-35,1
Février <sup>(p)</sup>	24 993,8	910,2	273,4	10 977,2	427,7	2 560,5	2 403,7	3 421,1	4 040,9	-21,0
<b>Flux</b>										
2012	87,5	19,5	-5,1	184,1	-18,2	-124,8	155,9	-251,7	151,1	-23,3
2013	-1 615,3	44,4	-37,3	161,0	-46,6	-198,8	77,0	-441,9	-1 187,5	14,2
2013 T3	-428,2	8,1	-70,6	-60,1	-18,1	-40,8	7,2	-131,6	-151,2	28,7
T4	-670,5	27,2	-59,2	22,3	-12,7	-25,6	-3,7	-179,4	-426,3	-13,2
2013 Novembre	-30,4	5,4	18,4	28,1	-1,1	-6,3	-1,9	-46,0	-11,3	-15,7
Décembre	-704,2	17,8	-49,6	-19,6	-12,8	-22,1	6,6	-164,6	-464,1	4,1
2014 Janvier	289,4	-13,5	20,7	-31,2	24,1	-13,6	17,1	117,3	148,2	20,3
Février <sup>(p)</sup>	-19,8	1,9	36,9	29,6	-1,2	-14,5	5,3	-17,0	-77,3	16,3

Source : BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) 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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> 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 <sup>3)</sup>		Créances nettes sur les non-résidents <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Prêts	Pour mémoire : prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>5)</sup>	11	12
<b>Encours</b>												
2012	5 107,1	3 882,3	8 989,4	790,1	9 779,5	—	7 568,9	3 406,0	13 056,3	10 855,1	—	1 035,6
2013	5 390,1	3 812,4	9 202,5	625,2	9 827,7	—	7 302,3	3 402,1	12 694,9	10 541,3	—	1 162,6
2013 T3	5 344,7	3 852,4	9 197,1	664,6	9 861,6	—	7 367,4	3 437,4	12 864,3	10 628,0	—	1 079,7
T4	5 390,1	3 812,4	9 202,5	625,2	9 827,7	—	7 302,3	3 402,1	12 694,9	10 541,3	—	1 162,6
2013 Novembre	5 424,4	3 816,3	9 240,7	658,1	9 898,8	—	7 359,8	3 429,2	12 765,1	10 575,2	—	1 140,4
Décembre	5 390,1	3 812,4	9 202,5	625,2	9 827,7	—	7 302,3	3 402,1	12 694,9	10 541,3	—	1 162,6
2014 Janvier	5 447,0	3 793,5	9 240,5	649,5	9 890,0	—	7 346,0	3 450,0	12 711,0	10 550,2	—	1 204,7
Février <sup>6)</sup>	5 493,2	3 780,1	9 273,3	644,5	9 917,8	—	7 332,3	3 450,5	12 679,5	10 544,8	—	1 250,3
<b>Flux</b>												
2012	307,4	78,1	385,5	-55,4	330,0	—	-116,4	184,9	-102,6	-70,8	-16,8	99,3
2013	291,2	-66,8	224,4	-123,8	100,6	—	-91,4	-25,2	-306,4	-247,8	-219,8	361,6
2013 T3	87,8	-20,5	67,4	-28,5	38,9	—	-35,0	-21,1	-69,3	-69,1	-62,1	62,4
T4	48,8	-39,3	9,5	-20,1	-10,6	—	-19,6	-50,7	-153,2	-64,2	-58,4	155,1
2013 Novembre	26,3	-5,4	20,8	-3,4	17,5	—	-16,5	-38,3	-60,6	-28,7	-25,9	47,6
Décembre	-32,2	-3,1	-35,3	-15,1	-50,4	—	-25,9	-25,9	-56,3	-21,8	-18,6	64,4
2014 Janvier	45,2	-23,1	22,1	24,1	46,2	—	-1,4	31,3	-6,4	-10,4	-10,3	19,4
Février <sup>6)</sup>	49,1	-11,8	37,3	-4,2	33,1	—	-6,6	-4,7	-9,7	5,8	7,5	41,1
<b>Taux de croissance</b>												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,5	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,2	99,3
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,0	361,6
2013 T3	6,6	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,0	-1,5	315,0
T4	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,0	361,6
2013 Novembre	6,5	-1,5	3,0	-16,3	1,5	1,3	-0,9	-0,6	-1,6	-2,3	-1,8	315,9
Décembre	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,0	361,6
2014 Janvier	6,1	-2,6	2,4	-12,9	1,2	1,2	-1,1	0,2	-2,3	-2,3	-2,0	340,0
Février <sup>6)</sup>	6,2	-2,7	2,4	-11,5	1,3	.	-1,2	0,0	-2,3	-2,2	-2,0	388,5

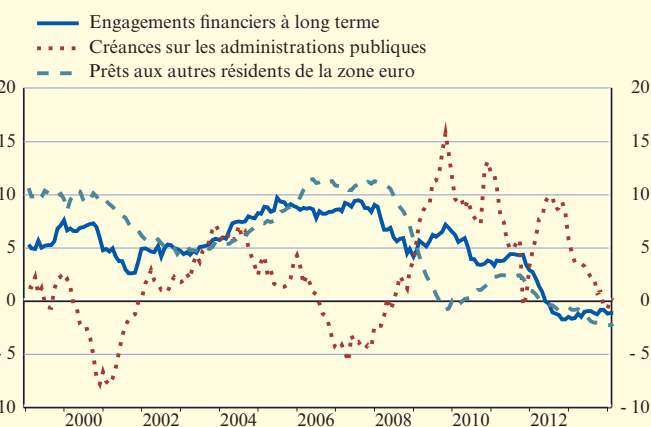
### G1 Agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)



### G2 Contreparties <sup>1)</sup>

(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 <sup>1)</sup>

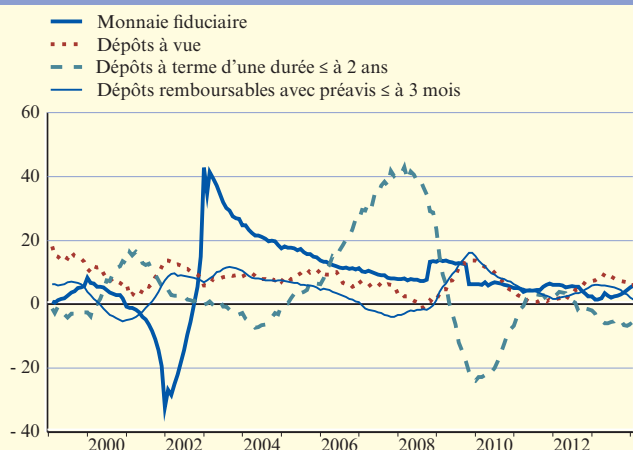
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 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 <sup>2)</sup>	Titres d'OPCVM monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > à 3 mois	Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans	Capital et réserves
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2012	863,9	4 243,1	1 801,8	2 080,6	123,7	483,3	183,2	2 685,0	106,1	2 395,2	2 382,6
2013	909,5	4 480,5	1 690,8	2 121,6	118,8	417,9	88,5	2 510,8	91,7	2 372,8	2 327,1
2013 T3	893,7	4 451,0	1 719,5	2 132,9	110,1	421,7	132,7	2 506,4	93,6	2 393,5	2 373,9
T4	909,5	4 480,5	1 690,8	2 121,6	118,8	417,9	88,5	2 510,8	91,7	2 372,8	2 327,1
2013 Novembre	902,9	4 521,5	1 683,7	2 132,6	118,8	417,5	121,8	2 515,6	92,1	2 395,0	2 357,1
Décembre	909,5	4 480,5	1 690,8	2 121,6	118,8	417,9	88,5	2 510,8	91,7	2 372,8	2 327,1
2014 Janvier	913,7	4 533,2	1 674,1	2 119,4	124,7	433,8	91,0	2 499,9	90,9	2 374,9	2 380,3
Février <sup>(p)</sup>	919,1	4 574,1	1 663,3	2 116,8	130,2	427,0	87,3	2 473,2	91,3	2 363,3	2 404,5
<b>Flux</b>											
2012	20,2	287,2	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,6
2013	45,6	245,6	-110,0	43,2	-11,9	-48,6	-63,3	-137,1	-14,3	-18,4	78,5
2013 T3	12,9	74,9	-32,1	11,6	-15,1	-16,8	3,4	-44,9	-3,0	-6,3	19,3
T4	15,8	32,9	-28,7	-10,6	9,6	-3,4	-26,3	17,3	-1,8	-18,2	-16,9
2013 Novembre	4,9	21,4	-9,8	4,4	1,9	-5,7	0,4	-2,0	-0,6	-6,0	-7,8
Décembre	6,6	-38,8	7,8	-11,0	0,1	0,8	-16,0	0,7	-0,4	-20,8	-5,5
2014 Janvier	3,6	41,6	-20,4	-2,7	5,6	15,9	2,5	-21,3	-0,8	-3,2	23,9
Février <sup>(p)</sup>	5,4	43,8	-9,3	-2,5	5,7	-6,7	-3,1	-18,5	0,5	0,0	11,4
<b>Taux de croissance</b>											
2012	2,4	7,2	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,3
2013 T3	3,1	7,3	-4,9	4,5	-18,1	-11,9	-30,9	-6,4	-14,9	-1,5	5,5
T4	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,3
2013 Novembre	4,5	6,9	-6,8	3,1	-9,4	-12,6	-30,8	-5,5	-14,4	-0,6	4,8
Décembre	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,3
2014 Janvier	5,8	6,2	-7,3	1,5	-9,1	-6,4	-34,5	-5,3	-12,5	-0,8	3,8
Février <sup>(p)</sup>	6,2	6,2	-7,0	1,0	-2,4	-8,0	-31,1	-5,7	-10,7	-0,5	3,7

### G3 Composantes des agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)



### G4 Composantes des engagements financiers à long terme <sup>1)</sup>

(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 <sup>1)</sup>

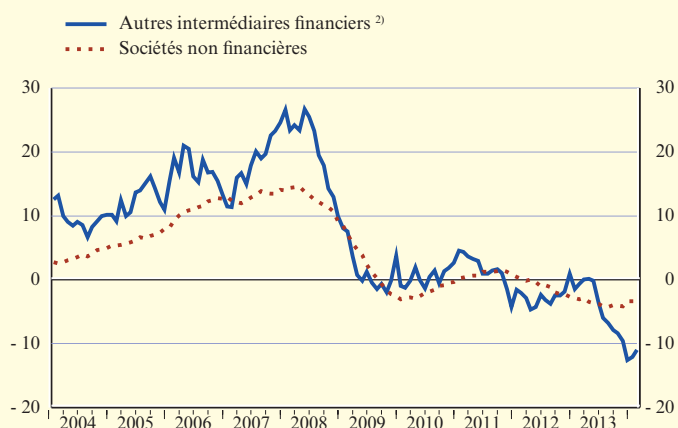
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 3. Prêts en tant que contrepartie M3

	Sociétés d'assurance et fonds de pension		Autres intermédiaires financiers <sup>2)</sup>		Sociétés non financières			Ménages <sup>3)</sup>				
	Total	Total	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
<b>Encours</b>												
2012	89,0	977,0	4 546,5	–	1 129,8	795,7	2 621,1	5 242,5	–	601,8	3 824,6	816,1
2013	98,3	866,1	4 356,2	–	1 068,0	740,5	2 547,7	5 220,6	–	573,2	3 851,6	795,9
2013 T3	95,4	902,7	4 394,0	–	1 081,7	762,5	2 549,8	5 235,9	–	582,2	3 845,5	808,2
T4	98,3	866,1	4 356,2	–	1 068,0	740,5	2 547,7	5 220,6	–	573,2	3 851,6	795,9
2013 Novembre	100,1	882,9	4 363,7	–	1 062,5	758,8	2 542,3	5 228,5	–	572,6	3 855,6	800,3
Décembre	98,3	866,1	4 356,2	–	1 068,0	740,5	2 547,7	5 220,6	–	573,2	3 851,6	795,9
2014 Janvier	99,9	849,9	4 373,9	–	1 061,4	743,1	2 569,4	5 226,5	–	572,4	3 858,3	795,9
Février <sup>(p)</sup>	102,7	862,2	4 348,8	–	1 048,4	741,8	2 558,6	5 231,3	–	571,7	3 865,5	794,1
<b>Flux</b>												
2012	-2,0	12,9	-107,3	-61,8	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-120,0	-133,5	-128,2	-44,5	-45,0	-44,0	-4,0	15,6	-18,2	27,2	-13,0
2013 T3	1,4	-40,3	-32,9	-35,2	-14,5	-8,3	-10,1	2,8	11,0	-0,6	3,5	-0,1
T4	3,0	-33,9	-25,9	-27,6	-8,9	-17,8	0,7	-7,4	-0,4	-6,4	7,0	-8,1
2013 Novembre	2,9	-15,0	-13,2	-14,1	-8,4	-1,3	-3,5	-3,4	0,0	-2,0	2,5	-3,9
Décembre	-1,7	-15,0	-0,2	0,9	7,4	-16,3	8,7	-4,9	-3,0	1,5	-3,4	-3,0
2014 Janvier	1,5	-1,8	-9,3	-9,2	-9,0	-0,7	0,4	-0,8	-0,9	-0,5	1,3	-1,5
Février <sup>(p)</sup>	2,8	10,0	-12,6	-12,7	-8,2	1,4	-5,9	5,6	7,4	-0,7	7,2	-0,8
<b>Taux de croissance</b>												
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	-12,2	-3,0	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 T3	9,9	-7,5	-3,6	-2,8	-3,1	-5,6	-3,2	0,1	0,4	-2,3	0,8	-1,0
T4	10,8	-12,2	-3,0	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 Novembre	14,0	-9,2	-3,8	-3,1	-4,6	-5,0	-3,1	0,0	0,3	-3,2	0,9	-1,7
Décembre	10,8	-12,2	-3,0	-2,8	-4,0	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 Janvier	7,6	-11,7	-2,9	-2,8	-4,4	-5,4	-1,6	-0,2	0,2	-3,0	0,5	-1,7
Février <sup>(p)</sup>	11,2	-10,6	-3,0	-3,1	-5,6	-4,7	-1,3	-0,1	0,4	-2,7	0,6	-1,7

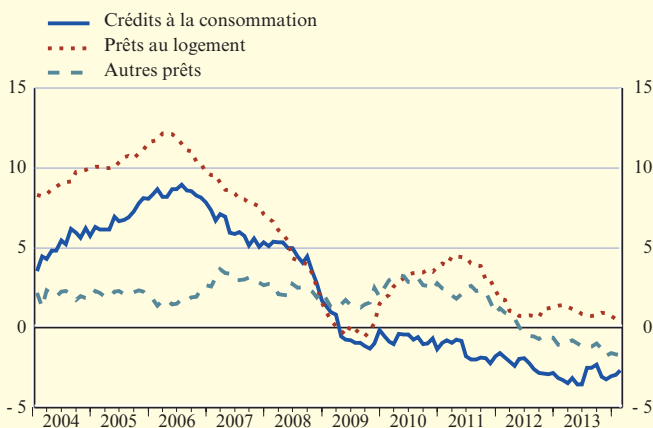
### G5 Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)



### G6 Prêts aux ménages <sup>1)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>**

(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
<b>Encours</b>													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	984,9	122,4	438,8	223,7	322,4	4 345,0	1 059,8	739,3	2 545,9
2013 T3	98,5	82,1	3,5	12,9	1 048,6	137,7	504,3	215,2	329,1	4 393,5	1 079,0	764,0	2 550,6
T4	90,0	72,6	4,1	13,3	984,9	122,4	438,8	223,7	322,4	4 345,0	1 059,8	739,3	2 545,9
2013 Décembre	90,0	72,6	4,1	13,3	984,9	122,4	438,8	223,7	322,4	4 345,0	1 059,8	739,3	2 545,9
2014 Janvier	97,2	79,6	4,0	13,5	952,3	106,2	415,3	222,6	314,4	4 371,1	1 063,5	739,6	2 568,0
Février <sup>(p)</sup>	100,5	83,2	3,9	13,4	970,0	113,8	430,1	220,8	319,0	4 347,9	1 050,6	739,6	2 557,7
<b>Flux</b>													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-70,7	49,2	-50,4	3,9	-24,2	-134,0	-44,3	-45,0	-44,7
2013 T3	3,7	3,2	-0,3	0,7	-43,7	-8,0	-32,0	2,4	-14,0	-41,8	-27,5	-7,5	-6,8
T4	-8,4	-9,4	0,6	0,4	-45,0	0,7	-48,7	9,3	-5,5	-36,6	-14,4	-20,4	-1,8
2013 Décembre	-10,9	-10,8	0,3	-0,4	-23,6	-5,3	-26,3	7,2	-4,5	-18,7	-0,7	-17,9	-0,2
2014 Janvier	7,2	7,0	-0,1	0,2	-18,2	-16,2	-21,6	-1,7	5,2	-1,0	1,3	-3,1	0,8
Février <sup>(p)</sup>	3,3	3,5	-0,1	-0,1	15,5	7,6	16,5	-2,5	1,4	-10,7	-8,1	2,8	-5,4
<b>Taux de croissance</b>													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,3	28,0	-9,6	1,9	-6,9	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 T3	10,0	14,5	-37,6	5,5	-4,1	12,4	-4,1	-0,8	-5,9	-3,6	-3,1	-5,6	-3,2
T4	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,3	28,0	-9,6	1,9	-6,9	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 Décembre	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,3	28,0	-9,6	1,9	-6,9	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 Janvier	7,6	9,1	-5,9	3,9	-9,5	-2,7	-16,8	3,7	-6,8	-3,0	-4,4	-5,4	-1,6
Février <sup>(p)</sup>	11,2	13,4	-4,7	3,6	-8,8	-1,2	-14,0	1,8	-7,6	-3,0	-5,6	-4,7	-1,3

**2. Prêts aux ménages <sup>3)</sup>**

	Total	Crédits à la consommation				Prêts au logement				Autres prêts				
		Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Entrepreneurs individuels 11	12	13	14
<b>Encours</b>														
2013	5 230,0	575,6	128,6	169,3	277,7	3 857,8	12,7	55,4	3 789,7	796,6	408,7	136,5	76,5	583,6
2013 T3	5 237,7	583,0	130,4	170,4	282,2	3 847,1	12,6	55,8	3 778,7	807,6	413,5	138,4	77,6	591,6
T4	5 230,0	575,6	128,6	169,3	277,7	3 857,8	12,7	55,4	3 789,7	796,6	408,7	136,5	76,5	583,6
2013 Décembre	5 230,0	575,6	128,6	169,3	277,7	3 857,8	12,7	55,4	3 789,7	796,6	408,7	136,5	76,5	583,6
2014 Janvier	5 224,6	571,2	126,6	167,4	277,3	3 858,2	12,9	55,3	3 790,0	795,2	408,3	135,4	75,8	583,9
Février <sup>(p)</sup>	5 221,3	567,8	124,7	166,5	276,6	3 860,6	12,8	55,1	3 792,8	792,9	407,8	133,8	76,3	582,8
<b>Flux</b>														
2013	-4,4	-18,2	-4,0	-6,9	-7,3	26,9	-1,4	-1,5	29,8	-13,1	-10,6	-3,5	-3,5	-6,1
2013 T3	-1,2	-2,1	0,0	-1,0	-1,1	6,7	-1,1	0,1	7,7	-5,8	-1,5	-6,0	-0,7	0,9
T4	0,1	-4,8	-0,5	-1,5	-2,9	11,6	0,1	-0,4	11,9	-6,7	-3,0	-0,4	-0,9	-5,3
2013 Décembre	-2,3	3,5	3,4	1,0	-0,9	1,5	0,0	-0,5	2,0	-7,3	-0,4	-3,7	-0,5	-3,1
2014 Janvier	-12,1	-4,1	-2,2	-0,9	-1,1	-5,1	0,0	-0,3	-4,8	-2,9	-1,7	-1,1	-0,8	-1,0
Février <sup>(p)</sup>	-2,5	-3,5	-1,9	-0,9	-0,8	2,4	-0,1	-0,4	2,9	-1,3	0,0	-1,6	0,6	-0,3
<b>Taux de croissance</b>														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-4,0	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,5	-2,5	-4,4	-1,0
2013 T3	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
T4	-0,1	-3,0	-2,9	-4,0	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,5	-2,5	-4,4	-1,0
2013 Décembre	-0,1	-3,0	-2,9	-4,0	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,5	-2,5	-4,4	-1,0
2014 Janvier	-0,2	-2,9	-3,4	-3,6	-2,3	0,5	-9,6	-2,9	0,6	-1,7	-2,5	-2,8	-4,2	-1,1
Février <sup>(p)</sup>	-0,1	-2,7	-3,7	-2,9	-2,1	0,6	-9,6	-3,0	0,7	-1,7	-2,3	-3,2	-2,8	-1,2

Source : BCE

1) Secteur des IFM hors Eurozone ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages

## 2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

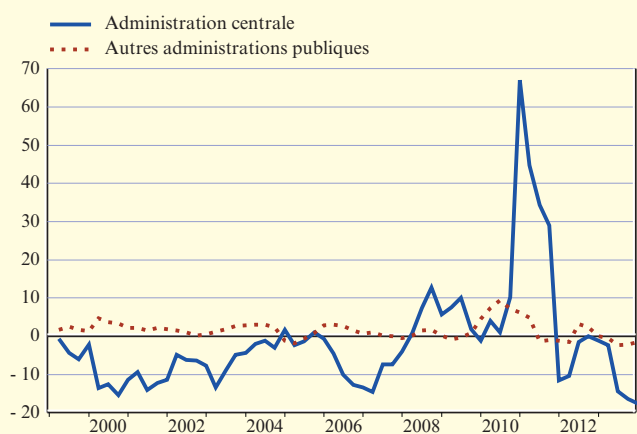
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 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 <sup>3)</sup>	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
<b>Encours</b>										
2011	1 159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3 021,6	2 022,7	998,9	62,4	936,4
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 T1	1 124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2 891,1	1 889,5	1 001,6	60,0	941,6
T2	1 101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2 877,8	1 893,7	984,1	58,0	926,1
T3	1 090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2 767,3	1 807,6	959,7	59,3	900,5
T4 <sup>(p)</sup>	1 082,3	281,2	213,7	557,8	29,4	2 726,5	1 787,8	937,5	56,5	881,1
<b>Flux</b>										
2011	-54,9	-45,9	-0,3	14,6	-23,3	15,6	-26,2	41,6	12,9	28,7
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013 T1	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,9	10,9	-26,8	37,7	-1,0	38,7
T2	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,2
T3	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,4	-77,3	-14,0	2,4	-16,4
T4 <sup>(p)</sup>	-8,1	-3,8	0,0	-2,3	-2,1	-10,6	2,3	-14,1	-2,2	-11,9
<b>Taux de croissance</b>										
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013 T1	-1,1	-2,4	-3,5	0,2	8,3	-5,2	-7,1	-1,3	0,1	-1,4
T2	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
T3	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,3	-3,2
T4 <sup>(p)</sup>	-6,3	-17,6	-3,6	-1,7	21,9	-2,6	-4,1	0,3	-3,6	0,5

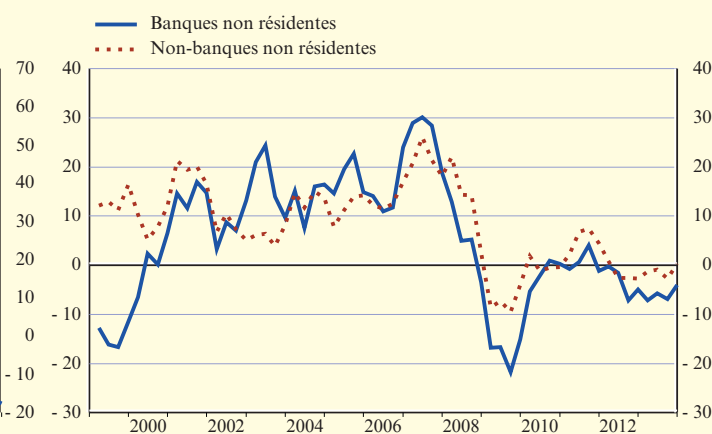
### G7 Prêts aux administrations publiques <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)



### G8 Prêts aux non-résidents de la zone euro <sup>2)</sup>

(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.

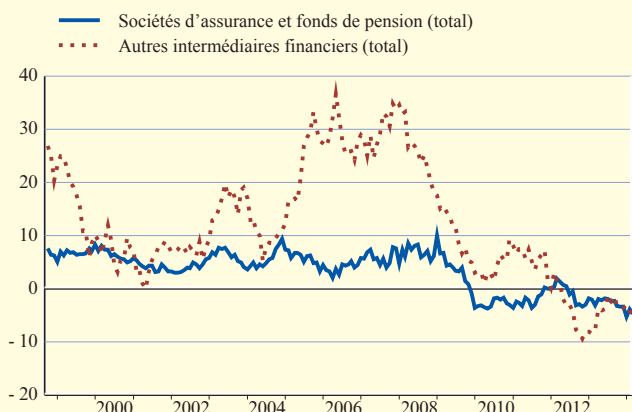
## 2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

(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)

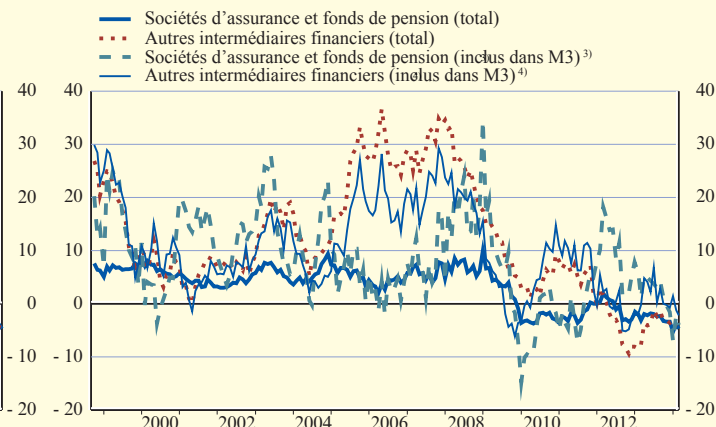
### 1. Dépôts des intermédiaires financiers

	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 contreparties 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	
<b>Encours</b>															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2 015,9	410,1	236,6	1 021,0	13,6	0,3	334,4	256,7
2013	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2013 T3	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1 960,7	443,2	235,2	970,2	17,2	0,3	294,7	212,5
T4	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2013 Novembre	660,7	104,2	72,4	466,2	7,1	0,1	10,7	1 900,9	433,3	216,5	961,8	23,3	0,5	265,5	183,3
Décembre	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0
2014 Janvier	677,3	118,8	77,3	461,4	8,1	0,1	11,5	1 858,0	437,1	219,0	940,4	19,8	0,5	241,2	160,5
Février <sup>(p)</sup>	666,3	111,2	76,9	458,9	8,1	0,1	11,0	1 853,1	438,4	216,8	923,1	17,6	0,5	256,6	172,6
<b>Flux</b>															
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-177,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-56,3	14,8	-14,7	-76,2	3,0	0,3	16,6	30,6
2013 T3	-9,1	2,4	-3,7	-9,2	0,9	-0,2	0,6	-80,1	-11,4	4,6	-24,5	0,2	0,1	-49,1	-40,5
T4	-15,8	-10,3	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,5	-82,2	-17,5	-13,4	-25,4	-0,5	0,2	-25,7	-16,1
2013 Novembre	-8,1	-1,4	-4,8	-1,7	-0,8	0,0	0,7	-9,1	-3,3	-9,4	-3,2	6,2	0,1	0,4	1,6
Décembre	-7,1	-8,1	4,1	-3,4	-0,1	0,0	0,4	-42,4	-8,5	5,2	-17,4	-6,8	0,0	-15,0	-4,8
2014 Janvier	23,1	22,4	0,6	-1,4	1,1	0,0	0,4	-4,6	11,8	-3,4	-7,5	3,3	0,0	-8,8	-17,5
Février <sup>(p)</sup>	-10,8	-7,5	-0,4	-2,6	0,0	0,0	-0,4	8,5	2,3	-1,5	-5,6	-2,2	0,0	15,5	12,1
<b>Taux de croissance</b>															
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,1	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2013 T3	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,3	27,1	-	-3,3	2,8
T4	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2013 Novembre	-3,4	1,9	-5,4	-4,2	17,2	-	-15,4	-3,6	3,0	-8,1	-6,7	74,2	-	-3,4	-1,1
Décembre	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9
2014 Janvier	-3,9	-0,2	-7,2	-4,6	27,4	-	-4,4	-4,3	2,1	-8,6	-7,6	39,5	-	-4,0	-1,6
Février <sup>(p)</sup>	-4,6	-2,4	-7,1	-4,9	22,5	-	-12,8	-4,6	2,2	-7,9	-7,1	20,7	-	-5,5	-5,0

G9 Total des dépôts par secteurs <sup>2)</sup>  
(taux de croissance annuels)



G10 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs <sup>2)</sup>  
(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 <sup>1), 2)</sup>

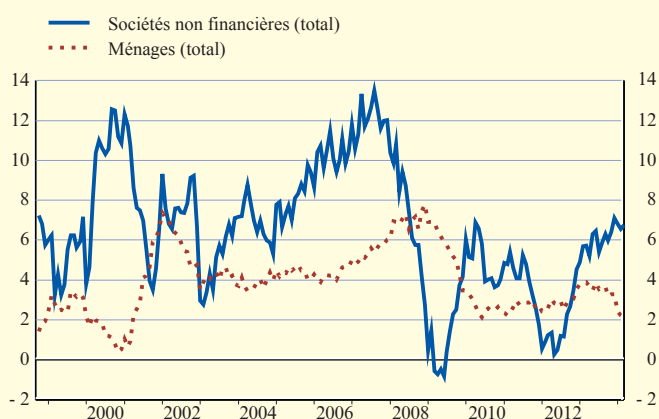
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 2. Dépôts des sociétés non financières et des ménages

	Sociétés non financières							Ménages <sup>3)</sup>						
	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	
<b>Encours</b>														
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	1 873,4	1 236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6 263,4	2 521,6	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2013 T3	1 791,0	1 173,5	392,2	118,8	95,0	1,8	9,7	6 202,7	2 460,2	902,5	783,6	1 965,2	84,9	6,3
T4	1 873,4	1 236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6 263,4	2 521,6	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2013 Novembre	1 840,3	1 210,3	400,9	120,9	95,0	1,9	11,4	6 229,6	2 502,4	886,0	796,5	1 954,8	84,2	5,6
Décembre	1 873,4	1 236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6 263,4	2 521,6	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2014 Janvier	1 830,1	1 192,5	401,9	123,8	94,1	1,8	16,0	6 270,2	2 521,5	873,8	811,7	1 974,4	83,7	5,0
Février <sup>(p)</sup>	1 832,0	1 189,3	404,1	126,1	94,4	1,8	16,3	6 282,1	2 532,0	873,0	814,2	1 973,3	83,8	5,8
<b>Flux</b>														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,1	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013	119,4	92,3	-3,8	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,4	176,9	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2013 T3	36,9	27,8	2,7	4,0	3,2	0,1	-0,8	-6,1	14,0	-26,5	14,0	-4,7	-3,3	0,2
T4	83,8	63,8	12,1	4,0	-3,0	0,1	6,8	61,6	62,1	-25,5	23,7	4,2	-1,0	-1,8
2013 Novembre	25,3	27,7	-2,1	0,2	0,6	0,0	-1,2	19,8	23,6	-5,5	6,0	-4,0	-0,3	-0,1
Décembre	34,2	26,7	3,7	2,0	-3,4	0,0	5,1	34,5	19,7	-8,5	10,2	14,5	-0,2	-1,2
2014 Janvier	-50,5	-49,5	-3,5	0,8	2,3	0,0	-0,6	1,3	-3,6	-4,9	4,8	4,7	-0,3	0,6
Février <sup>(p)</sup>	3,8	-1,9	2,7	2,2	0,4	0,1	0,4	12,7	11,0	-0,6	2,5	-1,1	0,1	0,8
<b>Taux de croissance</b>														
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
2013 T3	6,0	7,8	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,1	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
T4	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
2013 Novembre	7,1	9,2	-1,2	15,2	10,5	-6,6	1,8	3,3	8,9	-8,8	7,5	2,4	-15,3	-51,9
Décembre	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 Janvier	6,5	7,5	0,6	16,4	7,8	1,1	15,1	2,2	7,8	-11,1	8,3	1,0	-13,0	-52,5
Février <sup>(p)</sup>	6,8	8,3	-0,1	16,2	5,6	6,5	18,1	2,1	7,3	-10,7	8,3	0,7	-11,1	-33,1

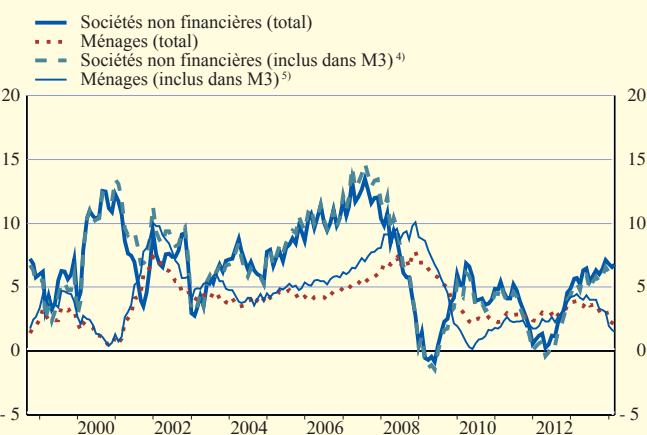
### G11 Total des dépôts par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



### G12 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels) <sup>2)</sup>



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 <sup>1), 2)</sup>

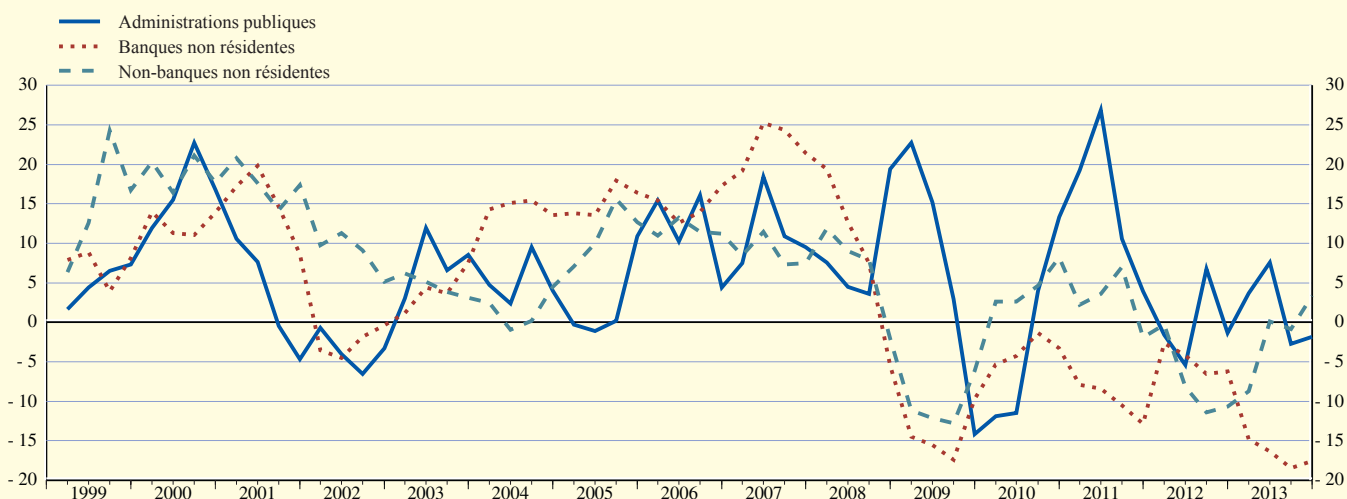
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 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 <sup>3)</sup>	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
<b>Encours</b>										
2011	442,0	195,5	48,6	112,6	85,4	3 153,6	2 175,0	978,6	44,3	934,3
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2 895,4	2 016,8	878,6	39,8	838,7
2013 T1	499,3	207,8	67,2	111,8	112,5	2 904,9	1 989,7	915,2	37,6	877,6
T2	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2 806,4	1 873,5	933,0	35,4	897,6
T3	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2 666,1	1 737,5	928,6	43,0	885,6
T4 <sup>(p)</sup>	440,7	152,2	64,1	109,2	115,2	2 519,6	1 627,1	892,9	29,8	863,1
<b>Flux</b>										
2011	17,1	3,3	0,6	2,3	10,8	-334,9	-314,6	-20,3	-2,1	-18,2
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,2	-135,6	-104,6	-5,1	-99,5
2013 T1	50,3	38,3	4,1	0,1	7,9	-2,4	-33,1	30,7	-2,0	32,8
T2	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,9	-98,7	29,8	-1,8	31,6
T3	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
T4 <sup>(p)</sup>	-55,6	-39,5	-6,6	-4,4	-5,0	-124,9	-94,4	-29,3	-12,9	-16,4
<b>Taux de croissance</b>										
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,6	-9,8	-12,8	-1,9	-4,4	-1,8
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013 T1	3,6	9,8	-12,3	-1,5	12,8	-13,0	-14,9	-8,7	-33,0	-7,3
T2	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
T3	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
T4 <sup>(p)</sup>	-1,8	-10,7	1,8	-2,2	10,8	-11,4	-17,6	3,4	-22,6	4,6

### G13 Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro <sup>2)</sup>

(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.

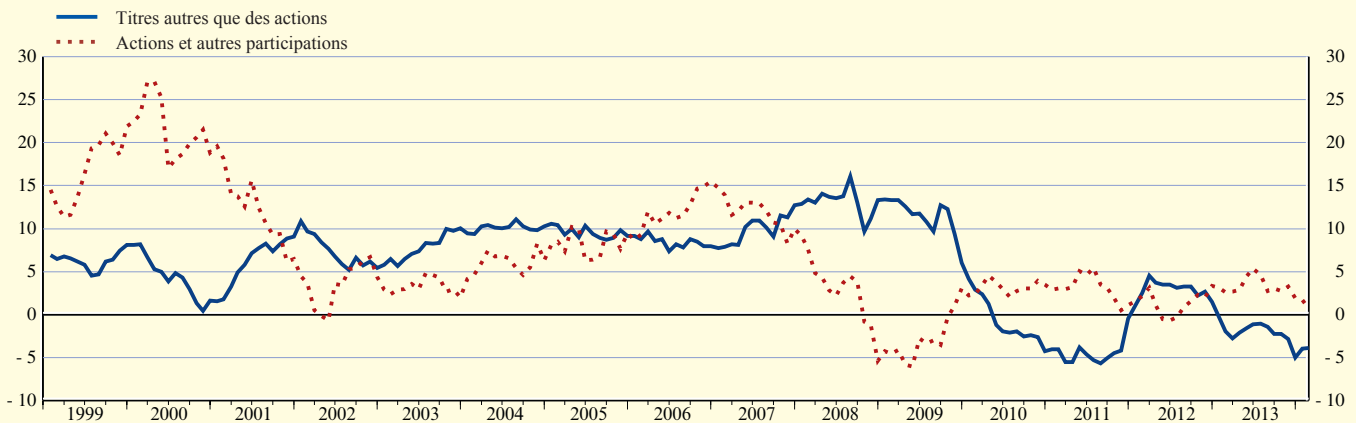
## 2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

(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	
<b>Encours</b>												
2012	5 774,4	1 748,4	102,9	1 594,2	32,8	1 399,6	23,6	872,8	1 528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5 470,6	1 540,0	102,7	1 674,0	20,3	1 306,4	28,7	798,4	1 561,7	457,0	775,9	328,9
2013 T3	5 649,7	1 601,6	102,2	1 714,9	29,8	1 365,2	28,8	807,2	1 552,7	456,2	776,6	320,0
T4	5 470,6	1 540,0	102,7	1 674,0	20,3	1 306,4	28,7	798,4	1 561,7	457,0	775,9	328,9
2013 Novembre	5 617,1	1 578,7	103,0	1 736,0	26,0	1 344,4	27,4	801,7	1 567,2	460,3	778,7	328,1
Décembre	5 470,6	1 540,0	102,7	1 674,0	20,3	1 306,4	28,7	798,4	1 561,7	457,0	775,9	328,9
2014 Janvier	5 570,9	1 558,0	108,8	1 731,5	20,0	1 311,4	30,0	811,3	1 566,7	461,9	778,4	326,3
Février <sup>(p)</sup>	5 564,8	1 552,9	113,2	1 749,3	19,1	1 290,2	29,0	811,2	1 546,4	462,4	775,2	308,7
<b>Flux</b>												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-289,6	-220,6	-0,4	65,4	-11,2	-93,6	5,9	-35,1	29,7	-12,2	13,4	28,6
2013 T3	-123,2	-50,2	-14,5	-45,9	0,8	-14,9	2,3	-0,7	-13,6	-14,4	-8,8	9,6
T4	-183,6	-62,8	1,6	-51,0	-9,0	-60,4	0,1	-2,2	1,9	2,2	-5,2	4,8
2013 Novembre	-16,4	-8,1	1,3	-1,9	-3,1	-2,0	-1,2	-1,4	8,8	2,4	1,5	4,9
Décembre	-138,5	-37,8	0,6	-60,1	-5,4	-38,6	1,6	1,2	-3,0	-2,2	-0,9	0,1
2014 Janvier	72,7	18,0	4,3	47,4	-0,9	-0,3	0,7	3,5	10,4	4,1	6,2	0,2
Février <sup>(p)</sup>	5,4	-6,7	5,5	10,3	-0,6	-8,2	-0,6	5,7	-26,3	-3,0	-5,5	-17,7
<b>Taux de croissance</b>												
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,1	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2013 T3	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	1,0	15,2	-5,7	3,0	-4,8	4,5	12,3
T4	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,1	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2013 Novembre	-2,8	-11,2	-5,3	4,6	-18,1	0,5	17,5	-4,4	3,3	-2,2	2,6	14,3
Décembre	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,1	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2014 Janvier	-4,0	-11,2	-12,9	5,2	-37,8	-5,5	27,7	-2,4	1,7	-1,6	0,7	9,6
Février <sup>(p)</sup>	-3,9	-10,5	-7,1	4,5	-38,6	-6,2	20,4	-1,6	0,8	-0,8	0,8	3,1

## G14 Titres détenus par les IFM <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>**  
(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 <sup>3)</sup>							Non-IFM						
	Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises				Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	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	
<b>Prêts</b>														
<i>Aux résidents de la zone euro</i>														
2011	6 153,8	–	–	–	–	–	12 322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012	5 795,4	–	–	–	–	–	12 192,8	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013 T3	5 430,6	–	–	–	–	–	11 868,7	96,6	3,4	1,7	0,1	0,9	0,4	
T4 <sup>(p)</sup>	5 250,5	–	–	–	–	–	11 732,3	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
<i>Aux non-résidents de la zone euro</i>														
2011	2 022,7	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	998,9	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8	
2012	1 906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9	
2013 T3	1 807,6	41,7	58,3	36,6	2,4	3,6	959,7	40,3	59,7	38,6	2,6	2,6	9,1	
T4 <sup>(p)</sup>	1 787,8	42,7	57,3	36,7	2,2	3,3	937,5	40,2	59,8	38,4	2,5	2,6	9,5	
<b>Portefeuilles de titres autres que des actions</b>														
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>														
2011	1 852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2 913,1	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012	1 851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3 050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013 T3	1 703,8	94,0	6,0	2,8	0,1	0,3	2,4	3 138,7	98,1	1,9	1,0	0,1	0,1	0,6
T4 <sup>(p)</sup>	1 642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3 029,5	98,4	1,6	0,9	0,1	0,1	0,5
<i>Émis par les non-résidents de la zone euro</i>														
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,2	67,8	39,4	5,8	0,7	13,7
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013 T3	419,8	52,6	47,4	21,3	0,2	0,2	19,2	387,4	36,6	63,4	37,6	4,3	0,9	11,0
T4 <sup>(p)</sup>	422,2	52,5	47,5	20,4	0,2	0,6	19,8	376,2	38,1	61,9	38,1	3,8	0,9	10,7
<b>Dépôts</b>														
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>														
2011	6 364,4	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10 947,6	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012	6 159,5	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11 035,9	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013 T3	5 731,4	93,1	6,9	4,4	0,2	1,1	0,7	11 119,6	96,9	3,1	2,1	0,1	0,1	0,4
T4 <sup>(p)</sup>	5 561,1	93,4	6,6	4,2	0,2	1,1	0,7	11 086,4	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
<i>Effectués par les non-résidents de la zone euro</i>														
2011	2 175,0	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	978,6	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012	2 016,8	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 T3	1 737,5	54,0	46,0	31,1	1,6	1,3	7,7	928,6	51,0	49,0	32,2	2,2	1,3	6,3
T4 <sup>(p)</sup>	1 627,1	51,9	48,1	32,3	1,8	1,5	7,8	892,9	52,6	47,4	31,4	1,8	1,2	6,4

**2. Titres de créance émis par les IFM de la zone euro**

	Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
2011	5 236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012	5 068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013 T3	4 711,0	80,7	19,3	11,0	1,2	1,8	2,7
T4 <sup>(p)</sup>	4 582,8	81,0	19,0	10,8	1,2	1,8	2,6

Source : BCE.

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



## 2.8 Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations (à l'exclusion des titres d'OPCVM et des titres d'OPCVM monétaires)	Titres d'OPCVM et titres d'OPCVM monétaires	Actifs non financiers	Autres éléments d'actif (y compris les produits financiers dérivés)
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2013 Juillet	7 713,9	531,2	3 062,9	2 169,6	1 048,0	251,3	650,8
Août	7 661,6	529,6	3 054,0	2 140,3	1 045,0	251,7	641,1
Septembre	7 777,2	515,4	3 095,4	2 228,6	1 064,4	251,4	621,9
Octobre	7 935,4	530,1	3 116,4	2 303,4	1 099,2	251,3	635,0
Novembre	7 979,5	520,2	3 130,3	2 335,6	1 107,0	252,7	633,6
Décembre	7 933,3	512,4	3 107,7	2 370,5	1 116,9	255,0	570,7
2014 Janvier <sup>(p)</sup>	8 000,5	527,1	3 168,3	2 333,6	1 117,2	256,0	598,2
<b>Transactions</b>							
2013 T2	150,2	31,7	55,3	17,6	1,9	1,2	42,5
T3	60,0	-8,6	58,8	28,2	28,9	2,4	-49,6
T4	55,0	6,1	2,3	47,3	46,5	11,1	-58,3

### 2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres d'OPCVM émis			Autres éléments de passif (y compris les produits financiers dérivés)	
			Total	Détenus par les résidents de la zone euro			
				OPCVM	Détenus par les non-résidents		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2013 Juillet	7 713,9	166,8	6 950,1	5 099,7	823,2	1 850,4	596,9
Août	7 661,6	173,8	6 893,7	5 072,2	819,2	1 821,5	594,1
Septembre	7 777,2	171,2	7 042,2	5 172,9	837,6	1 869,2	563,9
Octobre	7 935,4	172,3	7 194,6	5 290,8	871,2	1 903,8	568,5
Novembre	7 979,5	174,4	7 241,7	5 330,3	881,2	1 911,4	563,5
Décembre	7 933,3	167,1	7 257,0	5 344,3	886,0	1 912,7	509,2
2014 Janvier <sup>(p)</sup>	8 000,5	179,7	7 281,2	5 361,4	887,3	1 919,8	539,6
<b>Transactions</b>							
2013 T2	150,2	9,3	94,9	95,8	-7,9	-0,9	46,0
T3	60,0	4,0	102,6	90,4	28,5	12,1	-46,6
T4	55,0	0,8	107,3	85,8	39,2	21,5	-53,1

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

	Total	Ventilation par stratégies de placement					Ventilation par types de fonds		Pour mémoire : OPCVM monétaires	
		OPCVM « Obligations »	OPCVM « Actions »	OPCVM « Mixtes »	OPCVM « Placements immobiliers »	Fonds spéculatifs	Autres OPCVM	Fonds ouverts		Fonds fermés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Encours</b>										
2013 Juin	6 817,3	2 414,9	1 783,0	1 683,8	331,2	153,6	450,9	6 729,8	87,6	856,2
Juillet	6 950,1	2 429,5	1 848,0	1 727,0	333,4	152,0	460,4	6 862,3	87,8	851,1
Août	6 893,7	2 405,2	1 820,5	1 720,1	332,5	154,2	461,3	6 805,9	87,8	869,6
Septembre	7 042,2	2 423,2	1 908,5	1 747,9	334,8	157,2	470,5	6 951,8	90,4	846,2
Octobre	7 194,6	2 443,9	1 978,4	1 795,4	336,0	159,9	481,1	7 104,1	90,5	835,9
Novembre	7 241,7	2 449,0	2 006,4	1 805,3	337,0	158,6	485,3	7 149,3	92,4	836,7
Décembre	7 257,0	2 468,7	2 042,8	1 804,5	342,2	155,1	443,7	7 162,3	94,7	819,3
2014 Janvier <sup>(p)</sup>	7 281,2	2 497,7	2 013,3	1 821,0	343,5	158,5	447,1	7 185,2	96,0	855,0
<b>Transactions</b>										
2013 Juillet	57,6	18,4	16,5	17,7	2,6	0,0	2,4	57,3	0,3	0,7
Août	2,6	-5,2	-0,6	6,0	0,5	1,4	0,5	2,6	0,0	14,2
Septembre	42,4	-2,1	21,3	14,7	0,8	3,7	3,9	40,4	2,0	-22,9
Octobre	50,1	8,6	21,6	14,2	0,8	2,1	2,8	50,3	-0,2	-5,7
Novembre	22,1	12,0	7,7	2,0	1,9	-3,5	2,0	20,6	1,5	-2,8
Décembre	35,0	-6,0	13,5	13,4	3,4	7,7	3,1	32,2	2,9	-14,7
2014 Janvier <sup>(p)</sup>	39,8	4,7	11,4	19,2	1,0	1,4	2,0	38,9	0,9	29,6

Source : BCE.

1) Hors OPCVM monétaires (qui figurent pour mémoire dans la colonne 10 du tableau 3 de la présente section). Pour plus de détails, cf. les notes générales.

**2.9 Titres détenus par les OPCVM<sup>1)</sup> 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
<b>Encours</b>											
2013 T1	3 068,5	1 633,3	407,3	753,2	245,2	8,2	219,3	1 435,2	332,6	563,2	16,0
T2	3 043,8	1 649,4	404,3	770,9	247,9	8,4	218,0	1 394,3	324,9	551,1	15,2
T3	3 095,4	1 686,9	394,5	798,5	257,5	9,0	227,5	1 408,4	343,5	548,7	14,9
T4 <sup>(p)</sup>	3 107,7	1 708,3	390,4	807,5	264,5	10,4	235,5	1 399,4	344,6	547,3	13,7
<b>Transactions</b>											
2013 T2	55,3	28,5	-0,2	23,9	4,0	0,1	0,7	26,8	2,4	12,6	0,2
T3	58,8	30,0	-11,6	24,1	8,5	0,5	8,5	28,8	20,3	2,7	-0,3
T4 <sup>(p)</sup>	2,3	8,8	-6,1	2,4	5,4	1,0	6,1	-6,6	4,1	-6,5	-0,6

**2. Actions et autres participations (autres que les titres d'OPCVM et les titres d'OPCVM monétaires)**

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2013 T1	2 143,6	739,1	56,4	-	49,9	27,0	605,8	1 404,5	187,7	479,4	95,0
T2	2 095,3	738,7	58,9	-	52,5	28,1	599,1	1 356,6	181,7	482,2	109,5
T3	2 228,6	817,5	72,6	-	56,3	30,4	658,1	1 411,1	197,8	502,5	112,8
T4 <sup>(p)</sup>	2 370,5	886,3	85,3	-	64,8	35,5	700,6	1 484,2	215,6	536,0	123,3
<b>Transactions</b>											
2013 T2	17,6	1,6	1,3	-	-0,2	0,2	0,3	16,1	0,7	5,9	13,8
T3	28,2	12,8	1,3	-	0,2	0,6	10,7	15,4	3,3	12,2	0,9
T4 <sup>(p)</sup>	47,3	21,7	3,8	-	5,7	1,6	10,7	25,6	8,7	1,3	10,0

**3. Titres d'OPCVM/Titres d'OPCVM monétaires**

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers <sup>2)</sup>	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
<b>Encours</b>											
2013 T1	1 026,5	888,9	74,5	-	814,4	-	-	137,6	32,5	43,7	0,6
T2	1 018,4	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,0	0,6
T3	1 064,4	923,8	86,3	-	837,6	-	-	140,6	33,8	47,6	0,5
T4 <sup>(p)</sup>	1 116,9	971,0	85,0	-	886,0	-	-	145,9	36,6	49,3	0,5
<b>Transactions</b>											
2013 T2	1,9	3,9	11,8	-	-7,9	-	-	-2,0	-0,8	-0,2	0,0
T3	28,9	27,2	-1,3	-	28,5	-	-	1,7	1,5	1,3	0,0
T4 <sup>(p)</sup>	46,5	39,0	-0,2	-	39,2	-	-	7,5	3,6	1,7	0,0

Source : BCE.

1) Autres que les OPCVM monétaires. Pour plus de détails, cf. les notes générales.

2) Les titres d'OPCVM (autres que les titres d'OPCVM monétaires) sont émis par les autres intermédiaires financiers. Les titres d'OPCVM monétaires sont émis par les IFM.

## 2.10 Bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* de la zone euro

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

### 1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Prêts titrisés						Titres autres que des actions	Autres actifs titrisés	Actions et autres titres de participation	Autres actifs	
			Total	Émis dans la zone euro				Émis hors de la zone euro					
				IFM	Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	Administrations publiques						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Encours</b>													
2012 T4	2 058,9	285,5	1 391,5	1 072,1	469,8	165,5	24,8	4,0	125,1	194,9	87,8	36,2	63,0
2013 T1	2 027,8	291,3	1 360,3	1 042,9	462,7	164,9	24,9	4,0	123,7	192,3	86,2	36,3	61,4
T2	1 994,4	275,7	1 342,6	1 034,7	456,5	163,3	23,2	3,6	117,9	192,9	88,3	34,5	60,3
T3	1 956,2	268,6	1 321,0	1 025,1	449,9	157,9	18,9	3,5	115,6	180,5	87,3	35,0	63,8
T4	1 910,7	254,7	1 288,1	1 002,8	442,9	148,8	20,0	3,1	113,4	179,6	89,7	34,5	65,0
<b>Transactions</b>													
2012 T4	-37,9	-17,3	-16,9	-20,1	-	4,8	1,0	-0,4	-2,3	1,0	2,3	0,5	-7,6
2013 T1	-29,8	6,0	-30,6	-28,5	-	-0,7	0,3	0,0	-1,7	-0,3	-1,4	0,0	-3,5
T2	-33,2	-15,4	-16,9	-7,9	-	-1,6	-1,5	-0,4	-5,5	1,1	2,6	-1,7	-3,0
T3	-39,7	-6,5	-21,2	-10,6	-	-4,0	-4,2	0,0	-2,3	-12,8	-0,8	0,6	1,1
T4	-47,6	-13,6	-33,5	-22,5	-	-9,2	0,8	-0,4	-2,1	-0,4	2,5	-0,2	-1,5

### 2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de créance émis			Capital et réserves	Autres éléments de passif
			Total	≤ à 2 ans	> à 2 ans		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2012 T4	2 058,9	141,1	1 665,0	52,2	1 612,8	30,7	222,1
2013 T1	2 027,8	142,1	1 627,6	54,3	1 573,2	30,8	227,4
T2	1 994,4	129,7	1 611,1	53,7	1 557,4	29,0	224,6
T3	1 956,2	124,8	1 576,8	53,8	1 523,0	28,5	226,1
T4	1 910,7	117,0	1 536,4	58,9	1 477,5	28,6	228,7
<b>Transactions</b>							
2012 T4	-37,9	-5,2	-24,4	-0,3	-24,1	-0,6	-7,6
2013 T1	-29,8	1,9	-34,9	2,1	-36,9	-0,4	3,5
T2	-33,2	-12,2	-15,7	-0,7	-15,0	-1,6	-3,7
T3	-39,7	-4,0	-35,3	0,1	-35,3	-0,7	0,3
T4	-47,6	-7,4	-40,5	5,1	-45,6	0,5	-0,3

### 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 <sup>2)</sup>					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
<b>Encours</b>													
2012 T4	1 072,1	772,1	234,8	17,3	0,2	5,4	31,3	194,9	113,8	33,8	80,0	30,8	81,1
2013 T1	1 042,9	751,8	231,6	15,0	0,2	5,4	28,8	192,3	111,5	32,6	78,9	31,4	80,8
T2	1 034,7	759,7	226,2	15,0	0,2	5,1	28,6	192,9	114,3	34,6	79,6	31,4	78,6
T3	1 025,1	758,5	215,8	15,1	0,2	5,5	30,1	180,5	109,7	30,8	78,9	30,0	70,9
T4	1 002,8	745,1	204,8	15,4	0,2	5,4	31,9	179,6	108,6	31,1	77,5	32,3	71,1
<b>Transactions</b>													
2012 T4	-20,1	-16,6	-2,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	1,0	4,1	-0,3	4,4	1,8	-3,1
2013 T1	-28,5	-20,1	-3,2	-2,3	0,0	0,0	-1,9	-0,3	-1,3	-1,1	-0,3	-0,4	1,1
T2	-7,9	7,7	-5,3	0,2	0,0	-0,3	-0,1	1,1	3,0	2,2	0,8	-0,1	-1,9
T3	-10,6	-1,5	-9,5	0,1	0,0	0,5	-0,2	-12,8	-4,9	-4,0	-0,9	-1,4	-7,9
T4	-22,5	-13,4	-10,8	0,3	0,0	-0,1	1,5	-0,4	-1,1	0,4	-1,5	1,5	0,7

Source : BCE.

1) Prêts titrisés (aux non-IFM) *via* des véhicules financiers *ad hoc* de la zone euro conservés au bilan de l'IFM concernée (prêts qui n'ont pas été décomptabilisés). Les règles comptables applicables déterminent si les prêts sont décomptabilisés ou non du bilan de l'IFM. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

2) Hors titrisation des prêts inter-IFM.

2.11 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension de la zone euro  
(montants en milliards d'euros ; encours de fin de période)

1. Actif

	Total	Numéraire et dépôts	Prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Titres d'OPCVM	Titres d'OPCVM monétaires	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Actifs non financiers
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 T4	7 036,2	768,3	453,4	2 674,6	826,0	1 611,9	76,9	253,7	222,2	149,1
2011 T1	7 139,7	769,6	456,4	2 735,7	844,0	1 621,5	76,6	261,8	223,6	150,5
T2	7 155,2	772,7	464,0	2 747,0	842,6	1 623,7	79,8	254,2	222,3	148,9
T3	7 154,3	789,6	463,0	2 772,4	788,3	1 580,8	87,6	255,6	268,7	148,4
T4	7 164,4	782,4	472,6	2 731,2	793,9	1 615,7	91,3	253,6	273,6	150,0
2012 T1	7 452,0	794,4	469,9	2 876,7	807,2	1 710,1	102,3	258,2	283,2	150,0
T2	7 481,2	783,6	469,6	2 890,2	802,3	1 712,6	106,4	261,4	304,4	150,8
T3	7 695,7	783,5	478,8	3 006,9	822,4	1 786,7	108,5	263,1	295,0	151,0
T4	7 780,5	786,6	477,9	3 053,0	819,5	1 825,2	109,7	261,8	293,7	153,1
2013 T1	7 905,9	794,0	476,1	3 081,9	836,3	1 900,6	114,3	265,2	284,0	153,5
T2	7 844,0	773,3	474,6	3 071,5	833,5	1 894,0	98,9	264,4	278,2	155,6
T3 <sup>(p)</sup>	7 942,9	763,4	477,4	3 110,1	851,4	1 954,6	96,7	264,6	268,2	156,5

2. Portefeuilles de titres autres que des actions

	Total	Émis par les résidents de la zone euro					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
2010 T4	2 674,6	2 250,8	599,4	1 243,5	234,3	17,6	156,1	423,8
2011 T1	2 735,7	2 318,6	625,2	1 286,3	236,2	17,2	153,7	417,1
T2	2 747,0	2 329,9	630,6	1 289,6	235,4	16,8	157,5	417,2
T3	2 772,4	2 352,8	637,0	1 312,3	227,7	16,9	159,0	419,5
T4	2 731,2	2 307,5	635,4	1 267,3	223,9	16,5	164,3	423,7
2012 T1	2 876,7	2 427,1	670,3	1 325,0	235,9	17,1	178,7	449,6
T2	2 890,2	2 423,3	675,6	1 309,3	238,4	17,0	183,0	466,9
T3	3 006,9	2 514,7	707,7	1 348,6	246,0	17,4	195,0	492,3
T4	3 053,0	2 549,2	693,1	1 386,8	251,7	18,1	199,5	503,8
2013 T1	3 081,9	2 587,2	716,9	1 389,9	255,3	17,5	207,5	494,7
T2	3 071,5	2 566,9	684,1	1 403,5	255,4	17,5	206,4	504,6
T3 <sup>(p)</sup>	3 110,1	2 601,2	684,0	1 436,0	256,6	17,9	206,8	508,9

3. Passif et valeur nette

	Total	Prêts reçus	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Passif				Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Valeur nette
					Total	Provisions techniques d'assurance				
						Droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie	Droits nets des ménages sur les fonds de pension	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 T4	6 871,5	250,3	40,3	451,5	5 960,7	3 260,4	1 889,6	810,7	168,7	164,6
2011 T1	6 920,9	263,0	39,9	465,9	5 976,5	3 287,3	1 859,9	829,4	175,5	218,8
T2	6 944,4	262,8	42,4	454,7	6 008,1	3 309,4	1 872,0	826,7	176,4	210,9
T3	7 052,2	270,0	41,6	410,1	6 140,8	3 292,5	2 023,9	824,5	189,7	102,1
T4	7 071,7	263,8	41,3	408,8	6 169,8	3 305,1	2 047,1	817,6	188,0	92,7
2012 T1	7 229,4	272,1	44,4	439,1	6 282,8	3 342,5	2 103,0	837,2	191,0	222,6
T2	7 300,4	281,3	43,3	421,2	6 349,5	3 344,6	2 169,4	835,5	205,1	180,9
T3	7 373,6	292,7	44,9	452,7	6 387,7	3 390,6	2 163,4	833,6	195,6	322,1
T4	7 472,6	267,0	48,8	482,6	6 454,0	3 425,8	2 201,8	826,4	220,2	307,9
2013 T1	7 566,8	279,9	48,0	497,8	6 526,5	3 462,7	2 216,1	847,6	214,5	339,2
T2	7 607,2	280,1	45,4	506,7	6 551,9	3 467,1	2 240,2	844,6	223,1	236,8
T3 <sup>(p)</sup>	7 635,0	278,9	45,2	524,0	6 569,6	3 509,6	2 217,5	842,5	217,3	307,9

Source : BCE.



## COMPTES DE LA ZONE EURO

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

Emplois	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T3 2013						
<b>Compte extérieur</b>						
Exportations de biens et services						644
<i>Solde des échanges extérieurs <sup>1)</sup></i>						-64
<b>Compte d'exploitation</b>						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Taxes nettes de subventions sur les produits						
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 136	116	726	56	238	
Autres taxes nettes de subventions sur la production	30	9	14	3	4	
Consommation de capital fixe	383	102	218	11	52	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte <sup>1)</sup></i>	592	287	271	33	0	
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						7
Rémunération des salariés						
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	601	31	240	262	68	104
Intérêts	318	29	53	168	68	44
Autres revenus de la propriété	283	3	187	94	0	60
<i>Revenu national net <sup>1)</sup></i>	2 013	1 621	121	45	225	
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	292	233	49	10	0	2
Cotisations sociales	441	441				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	480	1	18	35	427	1
Autres transferts courants	195	70	25	48	53	11
Primes nettes d'assurance-dommages	45	34	9	1	1	2
Indemnités d'assurance-dommages	46			46		1
Autres	104	35	15	1	52	8
<i>Revenu disponible net <sup>1)</sup></i>	1 983	1 441	61	49	431	
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 884	1 386			498	
Dépense de consommation individuelle	1 697	1 386			311	
Dépense de consommation collective	186				186	
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	15	0	1	14	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur <sup>1)</sup></i>	99	70	60	36	-67	-42
<b>Compte de capital</b>						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	440	140	239	9	52	
Formation brute de capital fixe	426	138	227	10	52	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	14	2	12	0	0	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	0	-1	0	0	1	0
Transferts en capital	39	11	1	1	26	6
Impôts en capital	9	8	0	0	0	0
Autres transferts en capital	30	3	1	1	26	6
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital) <sup>1)</sup></i>	46	30	53	45	-81	-46
Écart statistique	0	-8	8	0	0	0

Sources : BCE et Eurostat

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

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

Ressources	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T3 2013						
<b>Compte extérieur</b>						
Importations de biens et services						580
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
<b>Compte d'exploitation</b>						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 141	514	1 230	104	293	
Taxes nettes de subventions sur les produits	247					
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	2 388					
Rémunération des salariés						
Autres taxes nettes de subventions sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	592	287	271	33	0	
Rémunération des salariés	1 140	1 140				4
Taxes nettes de subventions sur la production	276				276	1
Revenus de la propriété	607	225	90	274	17	98
Intérêts	308	50	32	217	9	54
Autres revenus de la propriété	299	176	58	57	8	45
<i>Revenu national net</i>						
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>						
Revenu national net	2 013	1 621	121	45	225	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	293				293	1
Cotisations sociales	440	1	18	49	371	2
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	478	478				3
Autres transferts courants	166	85	13	47	22	40
Primes nettes d'assurance-dommages	46			46		1
Indemnités d'assurance-dommages	44	36	7	1	0	2
Autres	77	50	6	0	21	36
<i>Revenu disponible net</i>						
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>						
Revenu disponible net	1 983	1 441	61	49	431	
Dépense de consommation finale						
Dépense de consommation individuelle						
Dépense de consommation collective						
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	15	15				0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i>						
<b>Compte de capital</b>						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	99	70	60	36	-67	-42
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	383	102	218	11	52	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	43	8	15	8	13	2
Impôts en capital	9				9	0
Autres transferts en capital	34	8	15	8	4	2
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>						
Écart statistique						

Sources : BCE et Eurostat

2) Le produit intérieur brut est égal à la somme des valeurs ajoutées brutes des différents secteurs domestiques augmentée des impôts moins les subventions sur les produits.

### 3.1 Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels (suite)

(montants en milliards d'euros)

Actifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
<b>T3 2013</b>								
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		19 963	17 404	33 119	18 097	7 529	4 508	18 788
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)				367				
Numéraire et dépôts	7 141	2 023	10 065	2 433	796	858	3 198	
Titres de créance à court terme	40	65	506	431	57	32	651	
Titres de créance à long terme	1 288	258	6 375	3 139	3 023	439	4 363	
Crédits	86	3 120	13 118	4 523	485	873	2 797	
<i>dont à long terme</i>	65	1 986	10 193	3 368	363	766	.	
Actions et autres participations	4 572	8 098	1 843	7 137	2 761	1 514	6 956	
Actions cotées	759	1 098	371	2 199	409	228	.	
Actions non cotées et autres participations	2 411	6 649	1 199	3 807	432	1 106	.	
Titres d'OPCVM	1 402	350	273	1 130	1 920	179	.	
Provisions techniques d'assurance	6 338	185	3	0	244	4	259	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	497	3 656	842	434	163	789	565	
<i>Valeur financière nette</i>								
<b>Compte financier, transactions sur actifs financiers</b>								
Total des transactions sur actifs financiers		24	124	-571	-104	48	-126	-70
Or monétaire et DTS				0				0
Numéraire et dépôts	1	52	-299	-121	-6	-79	-140	
Titres de créance à court terme	-1	-2	-25	-18	-2	-4	35	
Titres de créance à long terme	-17	3	-113	46	21	-3	-13	
Crédits	1	28	-112	-68	1	-4	-38	
<i>dont à long terme</i>	1	47	-26	-59	5	16	.	
Actions et autres participations	-3	43	16	61	39	-8	49	
Actions cotées	-23	-2	33	33	4	3	.	
Actions non cotées et autres participations	18	49	-24	-9	2	-11	.	
Titres d'OPCVM	1	-3	7	37	34	1	.	
Provisions techniques d'assurance	39	-1	0	0	0	0	7	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	5	-1	-38	-5	-6	-30	30	
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>								
<b>Compte des autres changements, actifs financiers</b>								
Total des autres changements sur actifs financiers		167	353	57	-15	54	47	-20
Or monétaire et DTS				24				
Numéraire et dépôts	-2	-8	84	-81	0	-1	-15	
Titres de créance à court terme	0	0	0	3	0	0	-11	
Titres de créance à long terme	-14	1	-13	-16	-4	-1	-48	
Crédits	0	-10	-123	-30	0	1	-28	
<i>dont à long terme</i>	0	-7	-27	-2	0	1	.	
Actions et autres participations	173	402	62	109	59	45	95	
Actions cotées	95	122	22	116	12	29	.	
Actions non cotées et autres participations	43	275	37	-28	3	12	.	
Titres d'OPCVM	35	5	3	22	45	4	.	
Provisions techniques d'assurance	23	0	0	0	0	0	-2	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	-12	-33	22	1	-1	2	-11	
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>								
<b>Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		20 154	17 881	32 605	17 979	7 631	4 428	18 697
Or monétaire et DTS				391				
Numéraire et dépôts	7 140	2 068	9 851	2 231	791	778	3 043	
Titres de créance à court terme	39	63	481	416	55	28	675	
Titres de créance à long terme	1 257	262	6 249	3 169	3 040	436	4 301	
Crédits	87	3 139	12 883	4 425	487	869	2 731	
<i>dont à long terme</i>	66	2 027	10 140	3 307	367	783	.	
Actions et autres participations	4 741	8 543	1 921	7 307	2 859	1 551	7 100	
Actions cotées	831	1 218	425	2 348	424	261	.	
Actions non cotées et autres participations	2 472	6 973	1 212	3 770	437	1 106	.	
Titres d'OPCVM	1 438	352	283	1 189	1 998	184	.	
Provisions techniques d'assurance	6 400	184	3	0	243	4	263	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	490	3 622	826	430	157	761	584	
<i>Valeur financière nette</i>								

Source : BCE



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

Passifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
<b>T3 2013</b>								
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, passifs</b>								
Total des éléments de passif		6 864	27 286	32 190	17 776	7 593	10 884	16 448
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)								
Numéraire et dépôts			33	23 531	35	0	276	2 640
Titres de créance à court terme			90	602	125	2	676	285
Titres de créance à long terme			971	4 403	3 310	49	6 971	3 180
Crédits		6 159	8 536		4 350	305	2 281	3 372
<i>dont à long terme</i>		5 809	6 242		2 540	111	2 001	.
Actions et autres participations		8	13 832	2 495	9 713	498	4	6 330
Actions cotées			3 853	407	259	140	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	9 979	1 231	2 786	357	4	.
Titres d'OPCVM				856	6 668			.
Provisions techniques d'assurance		36	351	65	1	6 578	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		661	3 472	1 094	242	161	674	642
<i>Valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	-1 972	13 099	-9 881	929	322	-64	-6 376	
<b>Compte financier, transactions sur passifs</b>								
Total des transactions sur passifs		2	63	-604	-107	39	-45	-24
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	-496	-1	0	5	-100
Titres de créance à court terme			0	-16	-5	0	2	4
Titres de créance à long terme			32	-84	-9	0	-33	18
Crédits		3	-16		-131	-6	-3	-39
<i>dont à long terme</i>		10	31		-61	-2	20	.
Actions et autres participations		0	39	-13	81	0	0	92
Actions cotées			4	2	1	0	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	35	-8	-16	0	0	.
Titres d'OPCVM				-7	96			.
Provisions techniques d'assurance		0	1	0	0	43	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		-1	7	7	-42	2	-17	1
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i> <sup>1)</sup>	46	22	61	33	3	9	-81	-46
<b>Compte des autres changements, passifs</b>								
Total des autres changements sur passifs		-2	700	72	32	36	-111	-107
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	-11	0	0	0	-12
Titres de créance à court terme			0	-3	-1	0	0	-4
Titres de créance à long terme			1	-27	-12	0	-34	-23
Crédits		-4	-18		-133	0	-1	-33
<i>dont à long terme</i>		-4	-10		-7	0	-1	.
Actions et autres participations		0	708	124	138	14	0	-41
Actions cotées			342	83	26	8	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	366	44	-12	7	0	.
Titres d'OPCVM				-3	124			.
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	20	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		1	9	-11	39	1	-76	6
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	-63	170	-347	-15	-47	18	158	87
<b>Compte de patrimoine de clôture, passifs</b>								
Total des passifs		6 864	28 049	31 659	17 701	7 669	10 727	16 317
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			33	23 024	35	0	282	2 529
Titres de créance à court terme			90	583	119	2	678	285
Titres de créance à long terme			1 004	4 292	3 290	50	6 904	3 175
Crédits		6 158	8 501		4 086	299	2 278	3 299
<i>dont à long terme</i>		5 815	6 263		2 472	108	2 019	.
Actions et autres participations		8	14 579	2 605	9 932	512	4	6 381
Actions cotées			4 199	493	285	148	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	10 380	1 266	2 758	363	4	.
Titres d'OPCVM				846	6 889			.
Provisions techniques d'assurance		37	352	65	1	6 642	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		661	3 488	1 090	239	164	581	648
<i>Valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	-1 990	13 290	-10 167	946	278	-37	-6 299	

Source : BCE

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

### 3.2 Comptes non financiers de la zone euro

(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres)

Emplois	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)								
Taxes nettes de subventions sur les produits								
Produit intérieur brut (prix de marché)								
Rémunération des salariés	4 449	4 510	4 622	4 666	4 671	4 677	4 683	4 690
Autres taxes nettes de subventions sur la production	85	82	95	116	124	124	125	124
Consommation de capital fixe	1 388	1 419	1 462	1 488	1 497	1 504	1 511	1 519
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i> <sup>1)</sup>	2 097	2 198	2 256	2 208	2 186	2 174	2 176	2 191
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte								
Rémunération des salariés								
Taxes nettes de subventions sur la production								
Revenus de la propriété	2 959	2 798	3 007	2 944	2 870	2 816	2 766	2 734
Intérêts	1 593	1 381	1 546	1 513	1 461	1 409	1 363	1 326
Autres revenus de la propriété	1 366	1 417	1 461	1 431	1 409	1 407	1 403	1 408
<i>Revenu national net</i> <sup>1)</sup>	7 550	7 765	7 978	8 013	8 027	8 026	8 038	8 060
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net								
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 029	1 057	1 115	1 154	1 172	1 180	1 198	1 210
Cotisations sociales	1 677	1 703	1 751	1 777	1 787	1 794	1 800	1 807
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 769	1 814	1 841	1 874	1 884	1 895	1 907	1 919
Autres transferts courants	772	774	779	789	788	791	796	804
Primes nettes d'assurance-dommages	181	181	182	184	184	183	184	184
Indemnités d'assurance-dommages	182	182	183	186	186	186	186	186
Autres	409	411	414	418	418	422	427	434
<i>Revenu disponible net</i> <sup>1)</sup>	7 442	7 655	7 871	7 902	7 918	7 913	7 922	7 938
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net								
Dépense de consommation finale	7 152	7 315	7 477	7 517	7 520	7 522	7 535	7 555
Dépense de consommation individuelle	6 383	6 543	6 703	6 741	6 746	6 747	6 759	6 778
Dépense de consommation collective	769	772	774	776	774	775	775	776
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	62	57	58	58	58	58	59	60
<i>Épargne nette</i> <sup>1)</sup>	290	340	394	385	398	392	387	384
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette								
Formation brute de capital	1 703	1 779	1 873	1 793	1 774	1 742	1 725	1 724
Formation brute de capital fixe	1 753	1 760	1 817	1 783	1 765	1 736	1 723	1 716
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-50	19	56	11	9	6	2	8
Consommation de capital fixe								
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	1	1	0	10	9	3	1	2
Transferts en capital	183	221	174	182	193	200	210	205
Impôts en capital	34	25	31	29	26	27	29	31
Autres transferts en capital	149	196	142	153	168	174	180	175
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i> <sup>1)</sup>	-18	-12	-10	80	123	162	186	192

Sources : BCE et Eurostat

1) Pour plus de détails sur le calcul des soldes comptables, cf. les notes techniques

**3.2 Comptes non financiers de la zone euro (suite)**  
(montants en milliards d'euros ; flux cumulés sur quatre trimestres)

Ressources	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)	8 019	8 208	8 434	8 478	8 478	8 478	8 496	8 525
Taxes nettes de subventions sur les produits	894	942	973	974	978	976	981	987
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	8 913	9 150	9 408	9 452	9 456	9 454	9 477	9 512
Rémunération des salariés								
Autres taxes nettes de subventions sur la production								
Consommation de capital fixe								
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>								
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	2 097	2 198	2 256	2 208	2 186	2 174	2 176	2 191
Rémunération des salariés	4 459	4 521	4 634	4 679	4 684	4 691	4 697	4 706
Taxes nettes de subventions sur la production	996	1 037	1 079	1 100	1 112	1 111	1 118	1 122
Revenus de la propriété	2 955	2 807	3 018	2 971	2 914	2 867	2 813	2 776
Intérêts	1 554	1 333	1 490	1 469	1 425	1 375	1 329	1 290
Autres revenus de la propriété	1 401	1 474	1 527	1 501	1 488	1 491	1 484	1 486
<i>Revenu national net</i>								
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net	7 550	7 765	7 978	8 013	8 027	8 026	8 038	8 060
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 034	1 060	1 121	1 160	1 178	1 185	1 204	1 216
Cotisations sociales	1 675	1 703	1 752	1 775	1 784	1 791	1 797	1 804
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 762	1 807	1 835	1 868	1 878	1 889	1 901	1 913
Autres transferts courants	668	667	672	680	682	682	683	685
Primes nettes d'assurance-dommages	182	182	183	186	186	186	186	186
Indemnités d'assurance-dommages	178	176	177	179	179	178	179	179
Autres	307	309	312	314	317	318	319	320
<i>Revenu disponible net</i>								
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net	7 442	7 655	7 871	7 902	7 918	7 913	7 922	7 938
Dépense de consommation finale								
Dépense de consommation individuelle								
Dépense de consommation collective								
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	62	57	58	58	58	58	59	60
<i>Épargne nette</i>								
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette	290	340	394	385	398	392	387	384
Formation brute de capital								
Formation brute de capital fixe								
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur								
Consommation de capital fixe	1 388	1 419	1 462	1 488	1 497	1 504	1 511	1 519
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits								
Transferts en capital	192	230	180	191	205	212	223	220
Impôts en capital	34	25	31	29	26	27	29	31
Autres transferts en capital	158	205	149	162	179	185	194	189
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>								

Sources : BCE et Eurostat

2) Le produit intérieur brut est égal à la somme des valeurs ajoutées brutes des différents secteurs domestiques augmentée des impôts moins les subventions sur les produits.

### 3.3 Ménages

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

	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
<b>Revenus, épargne et variations de la valeur nette</b>								
Rémunération des salariés (+)	4 459	4 521	4 634	4 679	4 684	4 691	4 697	4 706
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 440	1 449	1 491	1 495	1 495	1 498	1 503	1 511
Intérêts à recevoir (+)	233	201	227	228	222	216	211	206
Intérêts à payer (-)	148	124	147	139	131	125	120	117
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	728	721	750	749	744	738	732	737
Autres revenus de la propriété à payer (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	843	850	884	920	934	941	952	959
Cotisations sociales nettes (-)	1 672	1 698	1 746	1 772	1 782	1 789	1 795	1 802
Prestations sociales nettes (+)	1 757	1 802	1 829	1 862	1 872	1 884	1 895	1 907
Transferts courants nets à recevoir (+)	71	71	70	68	71	74	75	74
<b>= Revenu disponible brut</b>	<b>6 017</b>	<b>6 082</b>	<b>6 214</b>	<b>6 240</b>	<b>6 233</b>	<b>6 235</b>	<b>6 236</b>	<b>6 253</b>
Dépense de consommation finale (-)	5 157	5 291	5 441	5 469	5 474	5 470	5 478	5 491
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	62	56	58	58	58	58	58	60
<b>= Épargne brute</b>	<b>922</b>	<b>847</b>	<b>831</b>	<b>829</b>	<b>816</b>	<b>823</b>	<b>817</b>	<b>822</b>
Consommation de capital fixe (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Transferts en capital nets à recevoir (+)	9	12	2	0	1	0	0	-1
Autres variations de la valeur nette (+)	-334	550	-218	-336	-189	-568	-400	-162
<b>= Variations de la valeur nette</b>	<b>218</b>	<b>1 023</b>	<b>220</b>	<b>93</b>	<b>227</b>	<b>-147</b>	<b>13</b>	<b>253</b>
<b>Investissement, financement et variations de la valeur nette</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	555	558	573	561	555	549	543	542
Consommation de capital fixe (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	2	40	124	173	192	172	167	135
Numéraire et dépôts	121	118	118	176	225	226	215	186
Titres d'OPCVM monétaires	-45	-59	-23	-27	-31	-39	-30	-26
Titres de créance <sup>1)</sup>	-74	-19	29	25	-2	-15	-18	-25
Actifs à long terme	482	420	237	192	143	173	166	199
Dépôts	82	58	55	29	12	7	7	23
Titres de créance	2	3	69	-4	-89	-124	-120	-121
Actions et autres participations	169	111	-2	59	90	142	123	131
Actions cotées, non cotées et autres participations	120	103	46	66	55	66	38	41
Titres d'OPCVM	49	8	-48	-7	35	76	85	90
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	230	248	115	108	129	147	156	166
Principales rubriques du financement (-)								
Crédits	107	114	88	19	14	0	-11	-1
<i>dont auprès des IFM de la zone euro</i>	65	147	81	1	25	21	1	7
Autres variations des actifs (+)								
Actifs non financiers	-624	462	155	-897	-817	-1 050	-952	-609
Actifs financiers	285	141	-386	504	577	405	484	412
Actions et autres participations	82	49	-318	317	337	264	341	349
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	191	120	15	181	179	160	119	76
Flux nets résiduels (+)	4	-99	0	-21	-8	6	-2	-21
<b>= Variations de la valeur nette</b>	<b>218</b>	<b>1 023</b>	<b>220</b>	<b>93</b>	<b>227</b>	<b>-147</b>	<b>13</b>	<b>253</b>
<b>Bilan</b>								
Actifs non financiers (+)	29 652	30 286	30 618	30 186	29 955	29 505	29 551	29 713
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	5 771	5 814	5 952	6 036	6 125	6 137	6 178	6 156
Numéraire et dépôts	5 474	5 597	5 728	5 836	5 950	5 979	6 029	6 016
Titres d'OPCVM monétaires	242	184	166	136	121	112	109	101
Titres de créance <sup>1)</sup>	54	33	58	63	54	46	40	39
Actifs à long terme	11 584	12 121	11 966	12 469	12 705	12 899	12 883	13 103
Dépôts	970	1 027	1 082	1 098	1 096	1 103	1 113	1 124
Titres de créance	1 453	1 406	1 391	1 380	1 365	1 303	1 288	1 257
Actions et autres participations	4 040	4 199	3 875	4 151	4 316	4 472	4 463	4 640
Actions cotées et non cotées et autres participations	2 931	3 012	2 798	2 966	3 094	3 189	3 170	3 303
Titres d'OPCVM	1 110	1 187	1 077	1 184	1 222	1 284	1 293	1 337
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	5 121	5 489	5 619	5 840	5 928	6 021	6 020	6 082
Actifs nets résiduels (+)	261	244	237	242	206	192	197	189
Engagements (-)								
Crédits	5 932	6 107	6 196	6 184	6 185	6 159	6 159	6 158
<i>dont auprès des IFM de la zone euro</i>	4 968	5 213	5 285	5 283	5 290	5 279	5 281	5 276
<b>= Valeur nette</b>	<b>41 335</b>	<b>42 358</b>	<b>42 578</b>	<b>42 750</b>	<b>42 805</b>	<b>42 574</b>	<b>42 650</b>	<b>43 003</b>

Sources : BCE et Eurostat

1) Titres d'une durée inférieure à deux ans émis par les IFM et titres d'une durée inférieure à un an émis par d'autres secteurs

## 3.4 Sociétés non financières

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

	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
<b>Revenus et épargne</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 520	4 662	4 824	4 848	4 846	4 840	4 849	4 866
Rémunération des salariés (-)	2 790	2 834	2 932	2 969	2 977	2 979	2 984	2 990
Autres taxes nettes de subventions sur la production (-)	40	33	42	48	50	50	51	51
<b>= Excédent brut d'exploitation (+)</b>	<b>1 689</b>	<b>1 795</b>	<b>1 851</b>	<b>1 830</b>	<b>1 819</b>	<b>1 811</b>	<b>1 814</b>	<b>1 825</b>
Consommation de capital fixe (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
<b>= Excédent net d'exploitation (+)</b>	<b>907</b>	<b>995</b>	<b>1 024</b>	<b>987</b>	<b>970</b>	<b>957</b>	<b>955</b>	<b>962</b>
Revenus de la propriété à recevoir (+)	534	550	556	561	550	549	537	529
Intérêts à recevoir	171	158	164	156	149	143	138	134
Autres revenus de la propriété à recevoir	363	391	392	404	401	406	399	395
Intérêts et loyers à payer (-)	296	257	287	280	270	259	249	240
<b>= Revenu d'entreprise net (+)</b>	<b>1 145</b>	<b>1 288</b>	<b>1 294</b>	<b>1 268</b>	<b>1 250</b>	<b>1 247</b>	<b>1 243</b>	<b>1 250</b>
Revenus distribués (-)	926	920	969	967	951	944	937	941
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	151	169	192	196	201	200	206	208
Cotisations sociales à recevoir (+)	71	69	74	74	74	74	74	74
Prestations sociales à payer (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Autres transferts nets (-)	47	44	48	49	49	49	50	51
<b>= Épargne nette</b>	<b>24</b>	<b>155</b>	<b>89</b>	<b>59</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>53</b>
<b>Investissement, financement et épargne</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	65	146	210	152	130	98	84	80
Formation brute de capital fixe (+)	899	927	982	972	963	943	938	933
Consommation de capital fixe (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	-52	19	54	24	17	9	5	11
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	95	34	-27	27	60	46	40	54
Numéraire et dépôts	88	67	6	38	74	81	84	94
Titres d'OPCVM monétaires	39	-32	-46	-18	-10	-8	-18	-15
Titres de créance <sup>1)</sup>	-31	-1	12	6	-5	-28	-27	-25
Actifs à long terme	148	425	487	311	197	174	72	107
Dépôts	-1	20	68	13	12	-18	-9	8
Titres de créance	24	8	-20	-11	0	1	-3	-8
Actions et autres participations	101	250	289	187	115	149	96	118
Autres (principalement les prêts intragroupes)	24	147	150	123	70	43	-11	-12
Actifs nets résiduels (+)	78	24	-27	12	44	68	98	51
Principales rubriques du financement (-)								
Endettement	25	178	253	185	126	110	39	9
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	-108	-16	96	-87	-135	-123	-154	-145
<i>dont titres de créance</i>	90	66	49	109	119	105	91	89
Actions et autres participations	253	230	235	189	183	145	129	159
Actions cotées	64	31	27	16	27	11	21	20
Actions non cotées et autres participations	189	199	209	174	156	135	108	139
Transferts en capital nets à recevoir (-)	81	64	66	65	65	68	68	65
<b>= Épargne nette</b>	<b>24</b>	<b>155</b>	<b>89</b>	<b>59</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>53</b>
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers								
Actifs à court terme	1 936	1 961	1 934	1 933	1 990	1 955	1 943	1 972
Numéraire et dépôts	1 632	1 695	1 705	1 715	1 776	1 759	1 768	1 800
Titres d'OPCVM monétaires	213	182	134	128	128	125	111	109
Titres de créance <sup>1)</sup>	90	84	95	89	86	71	65	63
Actifs à long terme	10 235	10 721	10 742	11 383	11 502	11 784	11 621	12 103
Dépôts	159	169	224	271	276	264	255	268
Titres de créance	238	254	244	263	264	263	258	262
Actions et autres participations	7 092	7 405	7 202	7 693	7 846	8 135	7 987	8 434
Autres (principalement les prêts intragroupes)	2 746	2 893	3 071	3 156	3 117	3 122	3 120	3 139
Actifs nets résiduels	411	303	368	334	315	396	401	351
Passifs								
Endettement	9 465	9 728	9 902	10 063	9 999	9 990	9 948	9 948
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	4 700	4 675	4 717	4 631	4 502	4 476	4 435	4 388
<i>dont titres de créance</i>	814	881	885	1 021	1 044	1 065	1 061	1 094
Actions et autres participations	12 625	13 169	12 482	13 130	13 561	13 964	13 832	14 579
Actions cotées	3 506	3 802	3 284	3 553	3 747	3 891	3 853	4 199
Actions non cotées et autres participations	9 120	9 368	9 198	9 578	9 814	10 073	9 979	10 380

Sources : BCE et Eurostat

1) Titres d'une durée inférieure à deux ans émis par les IFM et titres d'une durée inférieure à un an émis par d'autres secteurs

### 3.5 Sociétés d'assurance et fonds de pension

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

	2009	2010	2011	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013
<b>Compte financier, opérations financières</b>								
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	-42	-6	54	51	43	19	-18	-39
Numéraire et dépôts	-33	-9	14	3	15	11	8	3
Titres d'OPCVM monétaires	5	-8	16	36	32	9	-12	-20
Titres de créance <sup>1)</sup>	-14	11	24	12	-5	-2	-14	-22
Actifs à long terme	294	288	134	111	185	176	216	246
Dépôts	15	-4	9	-16	-17	-19	-16	-18
Titres de créance	105	183	45	79	137	96	115	113
Crédits	8	32	12	15	8	12	11	2
Actions cotées	-50	-2	-12	-17	-5	2	0	10
Actions non cotées et autres participations	-15	11	13	1	-2	-1	0	4
Titres d'OPCVM	230	68	67	49	63	86	106	134
Actifs nets résiduels (+)	17	9	-35	-3	-39	-20	-23	-26
Principales rubriques du financement (-)								
Titres de créance	5	1	3	2	7	5	3	3
Crédits	-4	7	11	9	-15	0	-7	-23
Actions et autres participations	5	6	4	2	0	2	2	1
Provisions techniques d'assurance	246	280	115	127	151	167	175	186
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	240	261	110	118	139	154	164	172
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	6	19	5	8	13	13	11	14
<b>= Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</b>	16	-3	20	18	45	0	2	14
<b>Compte des autres changements</b>								
Autres variations des actifs financiers (+)								
Actions et autres participations	199	117	-105	218	197	148	133	97
Autres actifs nets	34	-1	23	161	229	115	68	-31
Autres variations des passifs (-)								
Actions et autres participations	13	-1	-47	40	71	55	83	68
Provisions techniques d'assurance	169	136	16	190	187	164	119	73
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	197	125	19	187	185	161	118	72
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	28	11	-3	2	2	2	1	1
<b>= Autres variations résultant de la valeur financière nette</b>	52	-19	-51	149	167	44	-1	-75
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	331	329	371	400	406	411	364	355
Numéraire et dépôts	195	190	193	200	209	218	201	201
Titres d'OPCVM monétaires	95	88	102	123	125	125	107	99
Titres de créance <sup>1)</sup>	41	51	76	77	72	67	57	55
Actifs à long terme	5 649	6 039	6 044	6 542	6 636	6 761	6 757	6 877
Dépôts	612	605	611	604	594	594	595	590
Titres de créance	2 468	2 638	2 661	2 941	2 999	3 021	3 023	3 040
Crédits	434	467	479	487	488	488	485	487
Actions cotées	397	421	375	388	403	412	409	424
Actions non cotées et autres participations	412	415	420	438	429	432	432	437
Titres d'OPCVM	1 327	1 492	1 498	1 684	1 723	1 815	1 813	1 899
Actifs nets résiduels (+)	225	249	271	276	260	257	246	236
Passifs (-)								
Titres de créance	42	43	46	49	55	55	52	52
Crédits	285	297	305	319	289	306	305	299
Actions et autres participations	439	444	401	444	472	490	498	512
Provisions techniques d'assurance	5 582	5 999	6 130	6 383	6 469	6 581	6 578	6 642
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	4 798	5 185	5 315	5 549	5 638	5 733	5 730	5 793
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	784	814	816	834	830	848	848	849
<b>= Valeur financière nette</b>	-143	-165	-196	23	17	-3	-64	-37

Source : BCE

1) Titres d'une durée inférieure à deux ans émis par les IFM et titres d'une durée inférieure à un an émis par d'autres secteurs



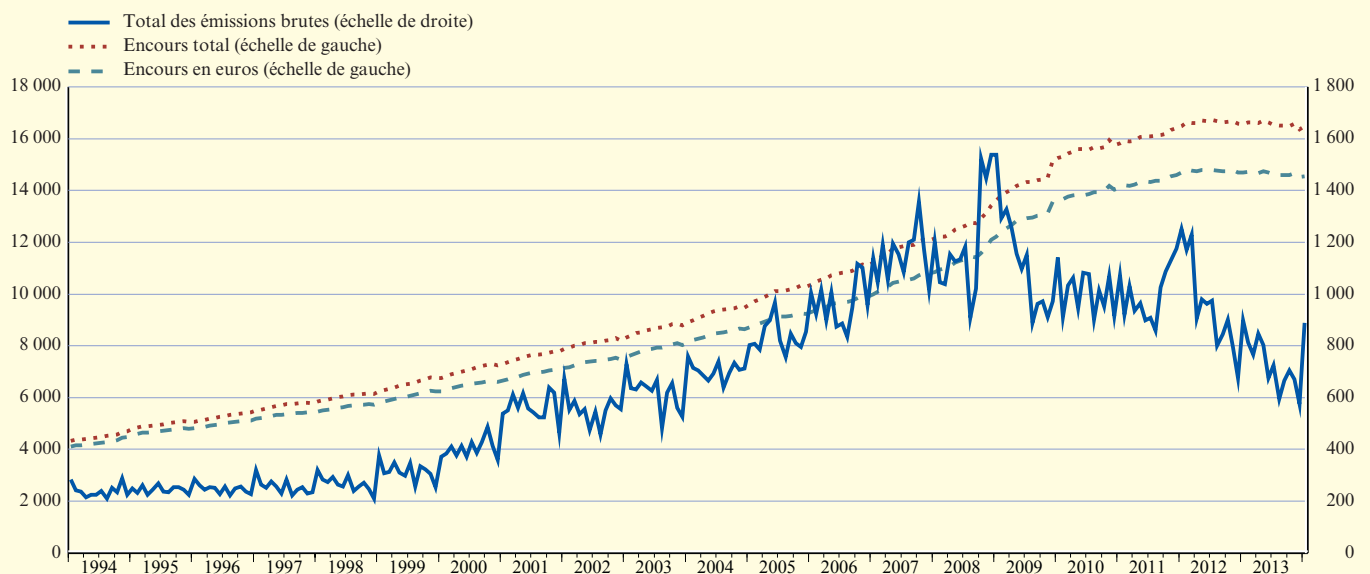
## MARCHÉS FINANCIERS

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

(montants en milliards d'euros et taux de croissance sur la période ; données cvs ; opérations durant le mois et encours en fin de période en valeur nominale)

	Total en euros <sup>1)</sup>			Par les résidents de la zone euro								Données cvs <sup>2)</sup>	
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			Toutes devises confondues						
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Taux de croissance annuels	Émissions nettes	Taux de croissance semestriels	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>													
2013 Janvier	16 982,6	812,7	-9,2	14 696,8	768,5	0,2	16 554,3	898,4	9,5	1,1	-13,4	-0,4	
Février	16 992,0	706,8	-5,3	14 715,7	666,4	4,0	16 626,1	812,5	38,7	0,4	-20,8	-0,6	
Mars	16 922,6	685,5	-67,0	14 691,1	635,0	-22,1	16 623,3	767,2	-17,8	-0,2	-14,3	-1,0	
Avril	16 915,9	757,6	-6,3	14 678,5	708,9	-12,2	16 602,1	847,0	-5,4	-0,2	-11,2	-1,3	
Mai	16 985,7	709,9	70,9	14 753,7	664,0	76,4	16 693,0	803,0	95,1	0,0	15,8	-0,9	
Juin	16 922,4	600,2	-62,8	14 701,6	557,6	-51,7	16 625,5	674,7	-61,7	-0,2	-23,3	-0,8	
Juillet	16 856,0	639,5	-66,2	14 629,7	590,8	-71,3	16 536,6	725,4	-77,5	-0,9	-54,8	-1,3	
Août	16 831,2	515,4	-25,0	14 603,2	481,9	-26,7	16 520,4	593,9	-19,1	-0,7	16,3	-0,9	
Septembre	16 842,5	605,0	11,8	14 597,7	554,4	-5,1	16 509,3	665,3	-4,1	-0,6	42,2	-0,2	
Octobre	16 848,9	641,4	7,5	14 591,2	571,3	-5,4	16 480,3	704,2	-18,4	-0,9	-34,0	-0,5	
Novembre	16 962,9	597,6	114,2	14 676,5	538,8	85,6	16 569,7	670,0	88,4	-0,7	22,3	-0,4	
Décembre	16 796,8	514,9	-175,9	14 512,9	476,8	-173,4	16 368,1	574,1	-203,5	-1,1	-102,3	-1,3	
2014 Janvier	.	.	.	14 553,8	739,7	39,7	16 482,6	889,9	96,5	-0,5	75,7	0,2	
<b>Long terme</b>													
2013 Janvier	15 649,4	253,3	-4,6	13 439,7	227,0	0,5	15 056,5	259,9	-3,1	2,2	5,9	1,3	
Février	15 651,6	230,3	-7,4	13 447,8	204,9	-1,8	15 106,3	244,9	23,6	1,4	-32,7	0,7	
Mars	15 593,7	246,8	-55,2	13 444,9	216,5	-0,1	15 121,5	250,0	2,9	0,9	8,4	-0,1	
Avril	15 590,3	247,7	-3,1	13 430,5	217,2	-14,0	15 105,6	248,9	-1,7	0,9	-8,5	-0,6	
Mai	15 659,9	254,4	70,9	13 506,4	223,2	77,2	15 192,1	260,8	90,8	1,0	22,9	-0,3	
Juin	15 638,9	208,2	-20,5	13 499,6	181,6	-6,2	15 170,3	201,3	-16,8	0,7	-9,7	-0,2	
Juillet	15 567,1	204,7	-71,8	13 415,3	173,2	-84,0	15 069,3	195,3	-91,9	0,2	-52,4	-0,9	
Août	15 559,9	117,1	-7,4	13 404,6	97,5	-10,8	15 065,6	112,5	-7,6	0,3	35,1	-0,1	
Septembre	15 577,8	223,1	18,4	13 411,8	190,1	7,6	15 073,5	216,2	16,6	0,2	57,3	0,6	
Octobre	15 609,9	248,9	32,1	13 424,8	198,9	13,1	15 072,0	227,9	6,9	0,0	-4,7	0,6	
Novembre	15 729,9	251,8	119,0	13 519,7	209,9	94,0	15 181,5	240,0	108,3	0,3	48,4	1,0	
Décembre	15 640,3	153,3	-90,3	13 438,4	132,4	-81,9	15 087,1	148,1	-86,6	0,3	-27,5	0,7	
2014 Janvier	.	.	.	13 410,7	237,6	-27,7	15 098,8	289,9	-2,2	0,3	4,1	1,5	

### G15 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro (montants en milliards d'euros)



Sources : BCE et BRI (pour les émissions par les non-résidents de la zone euro).

- 1) Total des émissions de titres autres que des actions, libellés en euros, par les résidents et les non-résidents de la zone euro.
- 2) Pour plus de détails sur le calcul des taux de croissance, cf. les notes techniques. Les taux de croissance semestriels ont été annualisés.



## 4.2 Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments (montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois et encours en fin de période en valeur nominale)

### 1. Encours et émissions brutes

	Encours						Émissions brutes <sup>1)</sup>					
	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	
	<b>Total</b>											
2012	16 575	5 399	3 225	995	6 270	684	958	589	81	69	187	32
2013	16 368	4 887	3 182	1 073	6 553	674	728	385	63	65	187	29
2013 T1	16 623	5 261	3 223	1 024	6 426	690	826	439	81	62	212	32
T2	16 625	5 122	3 235	1 031	6 558	678	775	408	65	67	201	34
T3	16 509	5 004	3 220	1 063	6 552	671	662	350	51	64	171	25
T4	16 368	4 887	3 182	1 073	6 553	674	649	341	56	66	162	25
2013 Octobre	16 480	4 977	3 208	1 073	6 553	670	704	350	64	74	192	25
Novembre	16 570	4 971	3 223	1 085	6 617	675	670	319	56	70	194	31
Décembre	16 368	4 887	3 182	1 073	6 553	674	574	355	47	53	100	19
2014 Janvier	16 483	4 925	3 213	1 097	6 578	670	890	467	71	84	228	40
	<b>Court terme</b>											
2012	1 488	601	136	82	606	64	703	490	37	53	103	21
2013	1 281	473	110	75	570	52	511	315	26	48	102	21
2013 T1	1 502	582	139	91	621	68	574	361	31	48	112	23
T2	1 455	558	134	90	620	54	538	337	25	52	100	23
T3	1 436	539	132	90	627	47	487	294	25	46	104	18
T4	1 281	473	110	75	570	52	444	269	22	45	90	18
2013 Octobre	1 408	524	123	90	624	47	476	272	25	50	111	18
Novembre	1 388	513	124	87	612	51	430	250	21	44	93	21
Décembre	1 281	473	110	75	570	52	426	284	20	41	66	15
2014 Janvier	1 384	533	123	88	587	53	600	372	26	57	115	29
	<b>Long terme <sup>2)</sup></b>											
2012	15 086	4 798	3 090	913	5 665	621	255	99	45	16	83	12
2013	15 087	4 413	3 072	997	5 982	622	217	69	38	17	85	8
2013 T1	15 122	4 678	3 084	933	5 805	621	252	78	50	14	100	9
T2	15 170	4 564	3 101	942	5 938	624	237	71	40	16	101	10
T3	15 073	4 465	3 089	972	5 924	624	175	56	26	18	67	8
T4	15 087	4 413	3 072	997	5 982	622	205	73	34	20	72	7
2013 Octobre	15 072	4 452	3 085	982	5 929	623	228	78	39	23	81	7
Novembre	15 181	4 457	3 099	997	6 004	624	240	69	35	26	100	10
Décembre	15 087	4 413	3 072	997	5 982	622	148	71	27	12	34	4
2014 Janvier	15 099	4 391	3 090	1 010	5 991	616	290	95	45	26	113	11
	<i>dont : long terme à taux fixe</i>											
2012	10 527	2 811	1 295	823	5 153	444	165	54	18	15	71	7
2013	10 799	2 648	1 422	896	5 381	452	146	36	20	15	69	6
2013 T1	10 663	2 766	1 347	841	5 259	450	165	41	25	12	80	7
T2	10 775	2 719	1 391	848	5 363	455	156	34	21	13	79	8
T3	10 762	2 671	1 414	872	5 352	454	124	32	14	14	58	5
T4	10 799	2 648	1 422	896	5 381	452	138	37	19	18	59	5
2013 Octobre	10 773	2 663	1 420	882	5 353	454	166	48	20	20	73	6
Novembre	10 849	2 667	1 432	896	5 401	453	158	37	20	24	71	6
Décembre	10 799	2 648	1 422	896	5 381	452	91	27	16	12	34	2
2014 Janvier	10 810	2 634	1 428	905	5 395	448	213	59	26	23	97	8
	<i>dont : long terme à taux variable</i>											
2012	4 133	1 733	1 699	87	439	175	77	38	24	1	8	5
2013	3 876	1 561	1 546	98	501	169	59	28	16	2	11	2
2013 T1	4 012	1 660	1 638	89	455	170	69	30	22	1	13	3
T2	3 960	1 606	1 610	91	485	168	68	31	16	2	17	2
T3	3 896	1 580	1 573	97	477	169	41	20	11	3	4	2
T4	3 876	1 561	1 546	98	501	169	59	31	14	2	10	2
2013 Octobre	3 881	1 577	1 561	96	480	168	51	25	18	3	4	1
Novembre	3 912	1 581	1 561	97	503	170	72	28	13	2	25	4
Décembre	3 876	1 561	1 546	98	501	169	53	40	11	1	0	1
2014 Janvier	3 880	1 558	1 551	101	504	167	65	31	16	4	11	3

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.

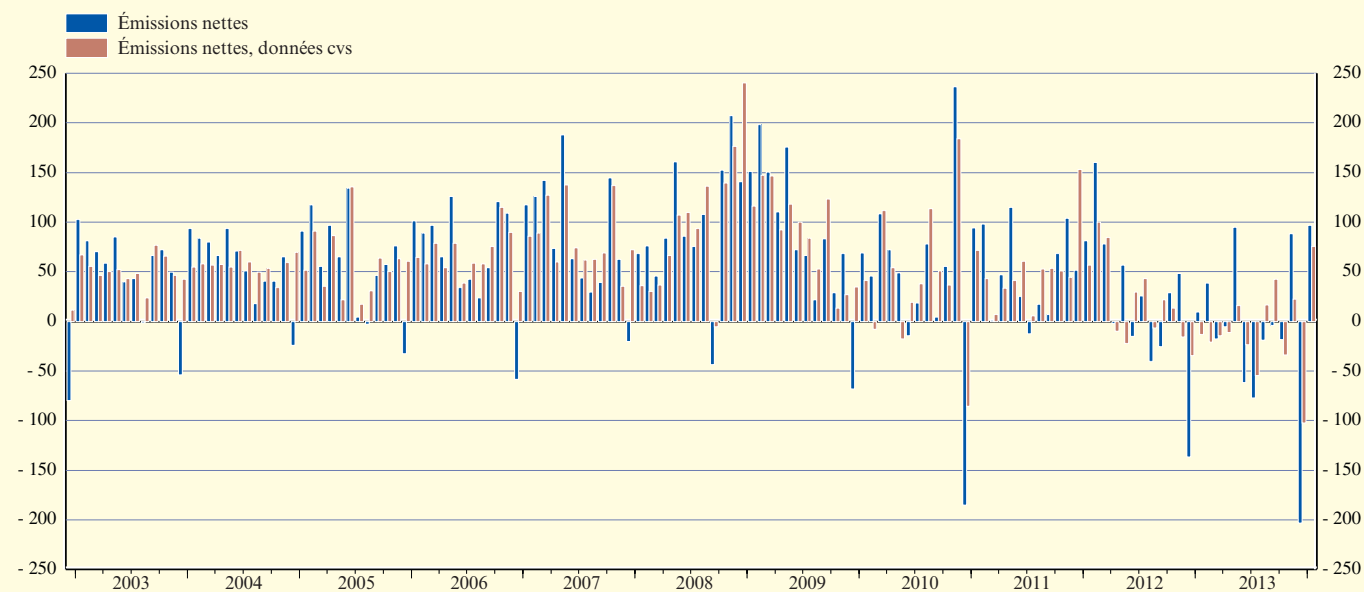
2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et celui des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable correspond aux obligations zéro coupon et aux effets de valorisation.

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 <sup>1)</sup>						Données cvs <sup>1)</sup>					
	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	
	<b>Total</b>											
2012	21,6	-8,1	3,0	10,6	13,0	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-14,6	-39,8	-5,1	7,0	23,9	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 T1	10,1	-46,2	-6,1	9,2	51,8	1,5	-16,2	-60,9	1,5	6,8	35,8	0,7
T2	9,3	-40,8	5,2	3,5	44,7	-3,3	-6,2	-39,6	4,5	2,3	29,7	-3,0
T3	-33,6	-36,7	-4,3	11,2	-1,7	-2,1	1,2	-35,5	9,8	11,7	15,9	-0,6
T4	-44,5	-35,5	-15,3	3,9	0,9	1,4	-38,0	-24,4	-35,7	6,8	14,5	0,9
2013 Octobre	-18,4	-21,0	-10,9	11,7	2,2	-0,3	-34,0	-10,6	-31,2	9,5	1,1	-2,8
Novembre	88,4	-5,9	14,6	10,8	63,9	4,9	22,3	-10,3	-8,1	12,3	24,1	4,3
Décembre	-203,5	-79,6	-49,5	-10,7	-63,3	-0,4	-102,3	-52,3	-67,9	-1,5	18,3	1,2
2014 Janvier	96,5	27,5	28,2	21,9	24,1	-5,3	75,7	9,5	41,2	20,5	5,7	-1,2
	<b>Long terme</b>											
2012	31,6	0,5	1,1	10,4	15,4	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	3,4	-29,4	-1,8	7,5	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 T1	7,8	-39,2	-5,8	6,2	46,6	0,0	-6,1	-46,8	1,4	6,0	34,9	-1,5
T2	24,1	-33,1	6,8	4,0	45,1	1,4	1,6	-39,1	6,9	2,9	31,0	-0,2
T3	-27,7	-30,8	-3,6	10,9	-4,4	0,1	13,3	-27,6	7,2	11,5	19,7	2,5
T4	9,5	-14,6	-4,5	9,0	19,8	-0,2	5,4	-4,9	-22,2	9,7	22,2	0,6
2013 Octobre	6,9	-8,0	-2,3	11,7	5,5	0,0	-4,7	-0,4	-20,5	9,9	5,6	0,7
Novembre	108,3	4,7	13,7	14,0	75,4	0,7	48,4	7,5	-9,0	14,1	36,0	-0,2
Décembre	-86,6	-40,3	-24,9	1,4	-21,4	-1,4	-27,5	-21,9	-37,0	5,0	25,2	1,2
2014 Janvier	-2,2	-28,4	15,2	9,5	7,9	-6,4	4,1	-32,4	27,3	11,8	3,2	-5,9

G16 Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs  
(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois en valeur nominale)



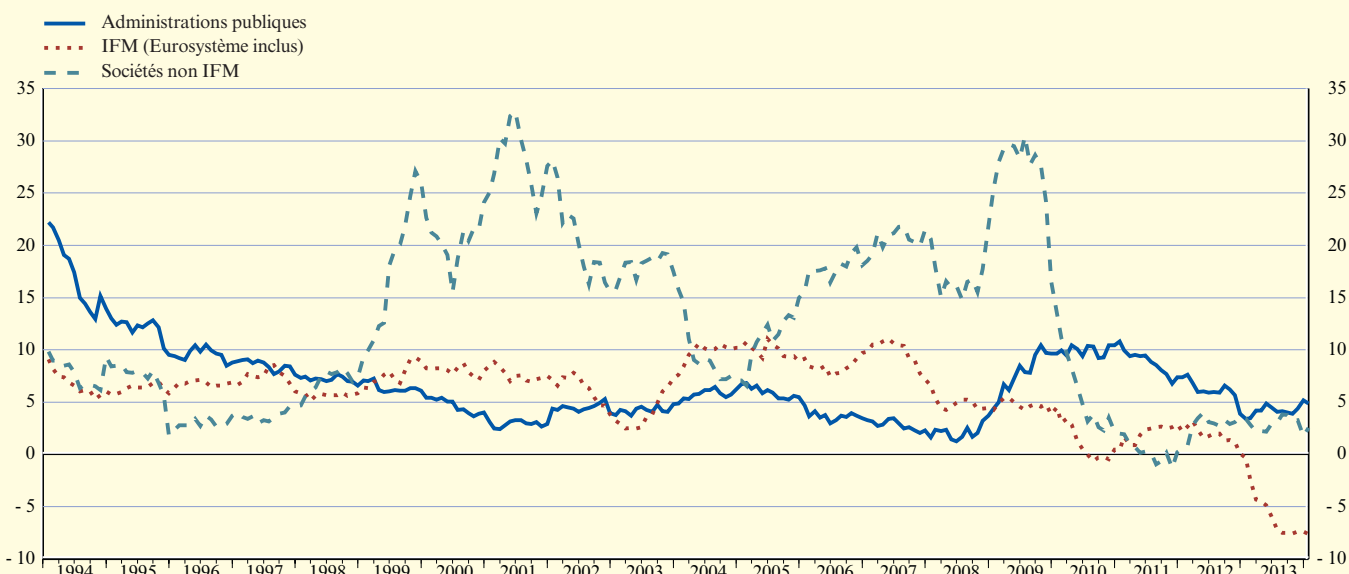
Source : BCE.

1) Les données mensuelles pour les émissions nettes concernent les transactions effectuées au cours du mois. À des fins de comparaison, les données trimestrielles et annuelles concernent les moyennes mensuelles respectives.

#### 4.3 Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro <sup>1)</sup> (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 Janvier	1,1	-2,3	0,9	13,9	2,1	4,6	-0,4	-5,8	0,2	15,0	2,3	-4,0
Février	0,4	-4,4	0,9	13,7	2,6	0,4	-0,6	-8,4	2,8	14,4	3,2	-6,1
Mars	-0,2	-6,1	-0,6	13,1	3,6	-0,8	-1,0	-9,5	1,5	12,0	3,9	-4,7
Avril	-0,2	-6,2	-0,7	12,8	3,5	0,4	-1,3	-10,6	2,2	11,7	3,4	-2,7
Mai	0,0	-6,5	-0,5	11,2	4,4	-0,4	-0,9	-11,5	3,4	8,5	5,2	-2,8
Juin	-0,2	-7,3	0,4	10,2	4,3	-2,6	-0,8	-10,8	1,1	5,5	6,3	-2,1
Juillet	-0,9	-8,7	0,8	10,1	4,1	-4,7	-1,3	-11,6	1,4	5,6	5,9	-5,6
Août	-0,7	-9,2	1,7	10,6	4,1	-3,6	-0,9	-9,9	0,5	7,2	5,1	-1,4
Septembre	-0,6	-8,9	2,1	10,2	4,0	-3,8	-0,2	-8,4	2,7	8,4	4,3	-3,2
Octobre	-0,9	-9,0	1,1	10,2	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	0,0	8,6	4,2	-5,0
Novembre	-0,7	-8,8	1,1	10,3	4,0	-2,6	-0,4	-5,9	-1,1	12,1	2,8	-2,2
Décembre	-1,1	-8,9	-1,9	8,4	4,6	-1,1	-1,3	-6,9	-4,8	11,1	2,8	0,2
2014 Janvier	-0,5	-8,1	-0,6	9,7	4,4	-2,0	0,2	-4,5	-2,4	14,1	3,0	2,0
	Long terme											
2013 Janvier	2,2	-0,3	0,3	15,4	2,9	8,6	1,3	-2,2	-0,4	19,0	2,5	3,8
Février	1,4	-2,4	-0,3	14,6	3,3	4,5	0,7	-4,9	0,5	16,8	3,2	1,0
Mars	0,9	-4,3	-0,9	13,6	4,3	2,9	-0,1	-6,7	0,5	12,8	3,6	-1,6
Avril	0,9	-4,5	-1,0	14,5	4,3	3,2	-0,6	-8,3	1,1	11,8	3,3	-0,1
Mai	1,0	-4,9	-0,8	13,2	5,1	2,9	-0,3	-10,0	2,5	7,8	5,5	-1,0
Juin	0,7	-5,9	0,3	12,5	4,8	1,6	-0,2	-10,4	1,6	5,9	7,1	-1,7
Juillet	0,2	-7,2	0,6	12,0	4,5	0,3	-0,9	-11,9	1,5	5,6	6,5	-3,1
Août	0,3	-7,5	1,4	12,4	4,5	0,7	-0,1	-10,0	2,4	8,3	5,8	0,3
Septembre	0,2	-7,5	1,6	11,1	4,4	0,3	0,6	-8,4	2,8	9,5	5,3	2,2
Octobre	0,0	-7,5	0,9	10,9	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,7	10,0	5,1	1,7
Novembre	0,3	-7,4	1,0	11,0	4,8	0,4	1,0	-4,7	-0,5	14,3	4,1	1,7
Décembre	0,3	-7,4	-0,7	9,9	5,7	0,6	0,7	-4,2	-2,9	14,0	4,3	3,0
2014 Janvier	0,3	-7,6	0,2	10,3	5,5	-1,1	1,5	-3,2	-1,0	15,2	4,4	1,2

#### G17 Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues (variations annuelles en pourcentage)



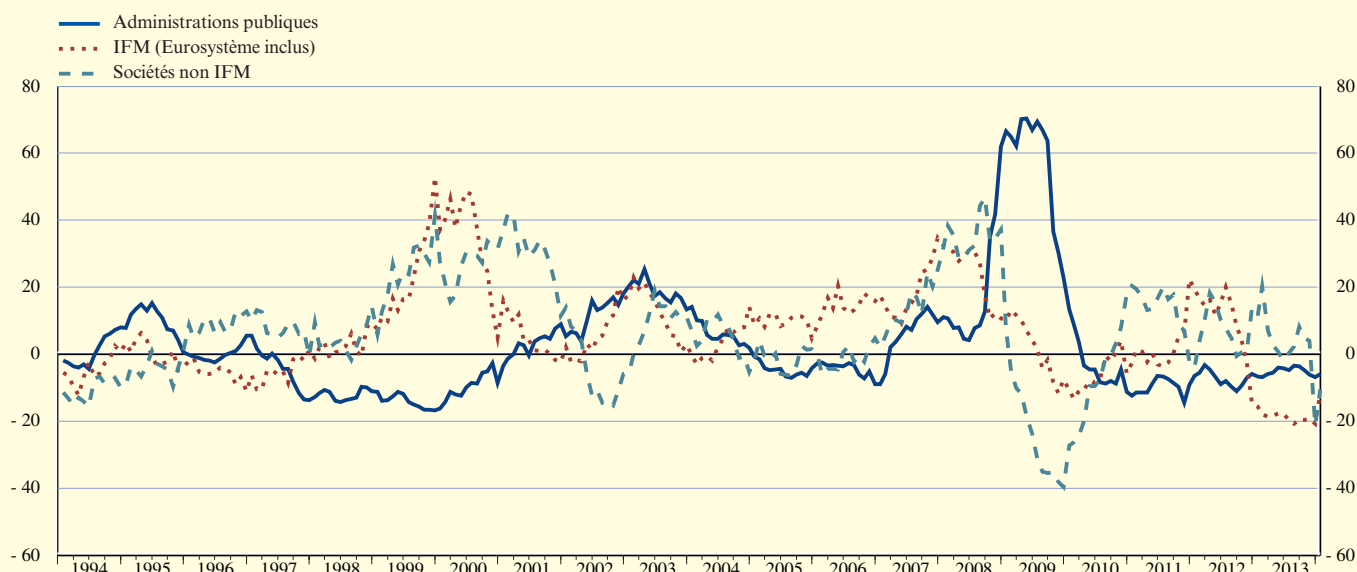
Source : BCE.

1) Pour plus de détails sur le calcul des taux de croissance, cf. les notes techniques. Les taux de croissance semestriels ont été annualisés.

4.3 Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro <sup>1)</sup> (suite)  
(variations en pourcentage)

	Long terme à taux fixe						Long terme à taux variable					
	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
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
<b>Toutes devises confondues</b>												
2012	5,4	4,1	2,4	10,4	5,9	7,3	-0,8	-0,3	-5,0	-0,4	6,6	23,3
2013	3,4	-3,2	7,2	13,6	4,6	4,1	-7,4	-7,5	-10,2	5,1	-1,3	-0,8
2013 T1	4,4	0,3	6,5	16,2	4,4	6,0	-6,8	-4,1	-10,7	-0,6	-7,6	7,9
T2	3,8	-3,3	7,8	14,9	5,1	4,5	-7,7	-6,7	-11,4	2,1	-1,8	-0,8
T3	3,1	-4,8	8,4	12,9	4,8	3,4	-8,3	-9,6	-9,8	6,9	-1,9	-5,4
T4	2,5	-5,0	6,3	10,7	4,2	2,6	-6,9	-9,8	-8,7	12,2	6,5	-4,1
2013 Août	3,0	-5,1	8,7	13,1	4,6	3,3	-8,3	-9,9	-9,4	7,5	-2,2	-5,0
Septembre	2,7	-5,0	7,8	11,3	4,3	2,9	-7,5	-9,9	-8,7	11,1	2,0	-5,2
Octobre	2,6	-5,1	6,5	10,9	4,4	3,3	-7,7	-9,9	-8,6	11,7	-0,9	-4,9
Novembre	2,3	-4,8	5,9	10,7	3,9	2,0	-5,9	-9,8	-8,1	13,3	13,2	-3,2
Décembre	2,3	-5,1	5,1	9,7	4,5	2,2	-6,3	-9,3	-9,9	12,1	14,2	-2,9
2014 Janvier	2,0	-5,8	4,2	10,0	4,6	0,0	-5,2	-8,8	-8,1	14,3	15,8	-3,0
<b>En euros</b>												
2012	5,6	4,6	2,1	10,6	6,0	7,2	-0,5	2,0	-6,6	-1,4	6,3	22,9
2013	3,2	-4,0	5,0	14,8	4,6	4,1	-7,7	-7,2	-11,3	6,3	-1,8	-1,2
2013 T1	4,2	0,1	4,8	17,6	4,4	5,3	-7,0	-2,8	-12,3	-0,3	-8,3	7,9
T2	3,5	-4,0	5,4	16,3	5,0	4,4	-7,9	-5,9	-12,7	4,0	-2,4	-1,4
T3	2,8	-5,9	5,8	14,0	4,8	3,8	-8,7	-9,7	-10,6	8,4	-2,3	-5,8
T4	2,2	-6,0	4,2	11,6	4,3	2,8	-7,2	-10,3	-9,3	13,0	6,4	-4,5
2013 Août	2,7	-6,1	6,3	14,0	4,7	3,9	-8,7	-10,2	-10,2	9,2	-2,7	-5,4
Septembre	2,3	-6,3	5,3	12,1	4,4	2,8	-7,9	-10,2	-9,5	11,7	1,7	-5,6
Octobre	2,3	-6,0	4,1	11,6	4,4	3,6	-8,1	-10,4	-9,1	13,9	-1,4	-5,4
Novembre	2,0	-5,8	4,0	11,9	3,9	2,2	-6,2	-10,3	-8,6	13,2	13,4	-3,5
Décembre	2,2	-6,2	3,4	10,6	4,5	2,4	-6,9	-10,2	-10,7	11,9	14,1	-3,4
2014 Janvier	1,6	-6,9	1,1	9,9	4,6	0,0	-5,9	-9,6	-9,5	12,8	16,0	-3,1

G18 Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues  
(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

1) Les variations annuelles en pourcentage des données mensuelles sont des données de fin de mois, tandis que celles des données trimestrielles et annuelles se rapportent à la variation annuelle en moyenne sur la période. Cf. les notes techniques pour plus de détails.

#### 4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; valeurs de marché)

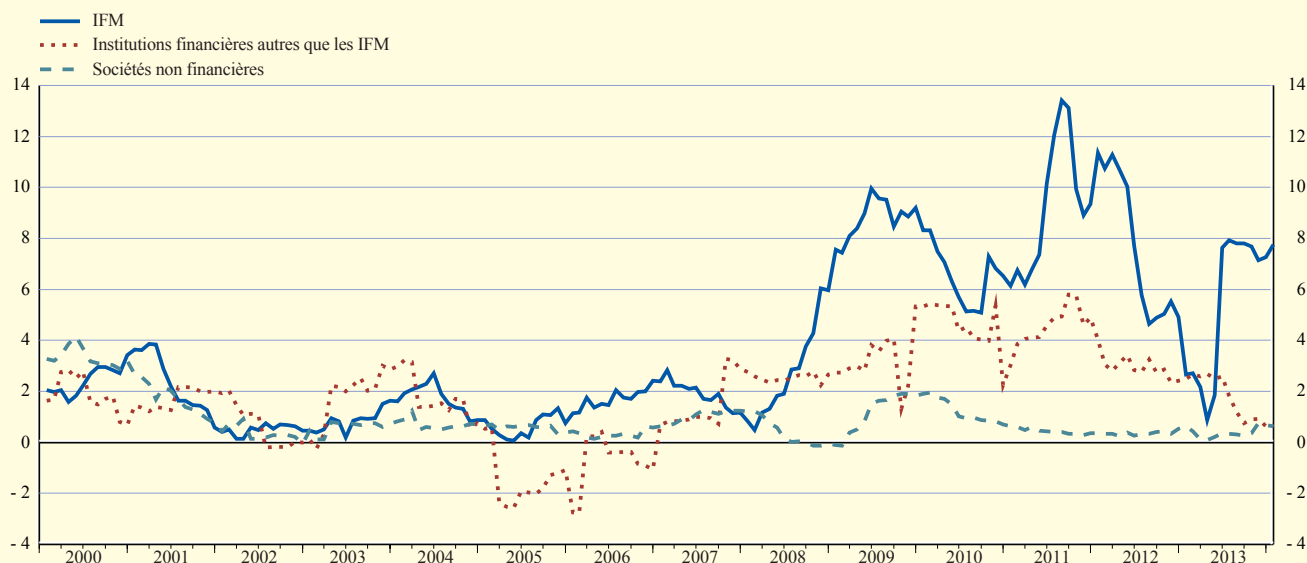
##### 1. Encours et taux de croissance annuels

(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 Janvier	4 095,4	106,3	1,7	375,4	11,4	298,4	4,0	3 421,6	0,4
Février	4 261,6	106,3	1,5	394,6	10,7	311,6	3,1	3 555,3	0,3
Mars	4 245,4	106,4	1,5	373,0	11,3	311,4	2,8	3 561,0	0,3
Avril	4 071,1	106,5	1,4	327,2	10,7	292,3	3,1	3 451,6	0,2
Mai	3 765,4	106,6	1,5	280,8	10,0	265,5	3,4	3 219,1	0,4
Juin	3 928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	285,0	2,8	3 325,4	0,3
Juillet	4 054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	292,1	2,7	3 452,1	0,3
Août	4 178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	309,4	3,2	3 519,7	0,3
Septembre	4 235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	323,9	2,7	3 546,3	0,4
Octobre	4 311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	333,8	2,8	3 594,4	0,4
Novembre	4 399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	342,3	2,3	3 661,8	0,3
Décembre	4 503,7	107,2	1,0	402,4	4,9	357,3	2,4	3 743,9	0,5
2013 Janvier	4 658,5	107,3	0,9	441,5	2,7	370,7	2,5	3 846,3	0,6
Février	4 643,2	107,1	0,8	416,1	2,7	364,5	2,7	3 862,6	0,4
Mars	4 645,2	106,9	0,5	380,3	2,2	369,0	2,6	3 895,9	0,1
Avril	4 747,4	106,8	0,3	410,4	0,9	394,9	2,7	3 942,1	0,1
Mai	4 864,1	107,1	0,5	440,2	1,9	408,0	2,5	4 016,0	0,2
Juin	4 663,9	107,9	1,2	413,5	7,6	394,5	2,6	3 855,9	0,4
Juillet	4 903,7	108,0	1,1	446,6	7,9	418,7	1,8	4 038,5	0,3
Août	4 892,0	108,0	1,1	461,5	7,8	416,1	1,2	4 014,5	0,3
Septembre	5 136,7	107,9	1,0	491,7	7,8	427,6	0,7	4 217,3	0,3
Octobre	5 411,0	108,1	1,1	557,2	7,7	445,1	0,9	4 408,7	0,4
Novembre	5 502,3	108,4	1,3	562,8	7,1	454,6	0,9	4 484,9	0,7
Décembre	5 567,2	108,6	1,3	568,8	7,3	465,8	0,6	4 532,7	0,7
2014 Janvier	5 484,9	108,7	1,3	597,8	7,8	456,1	0,7	4 431,0	0,6

#### G19 Taux de croissance annuels des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

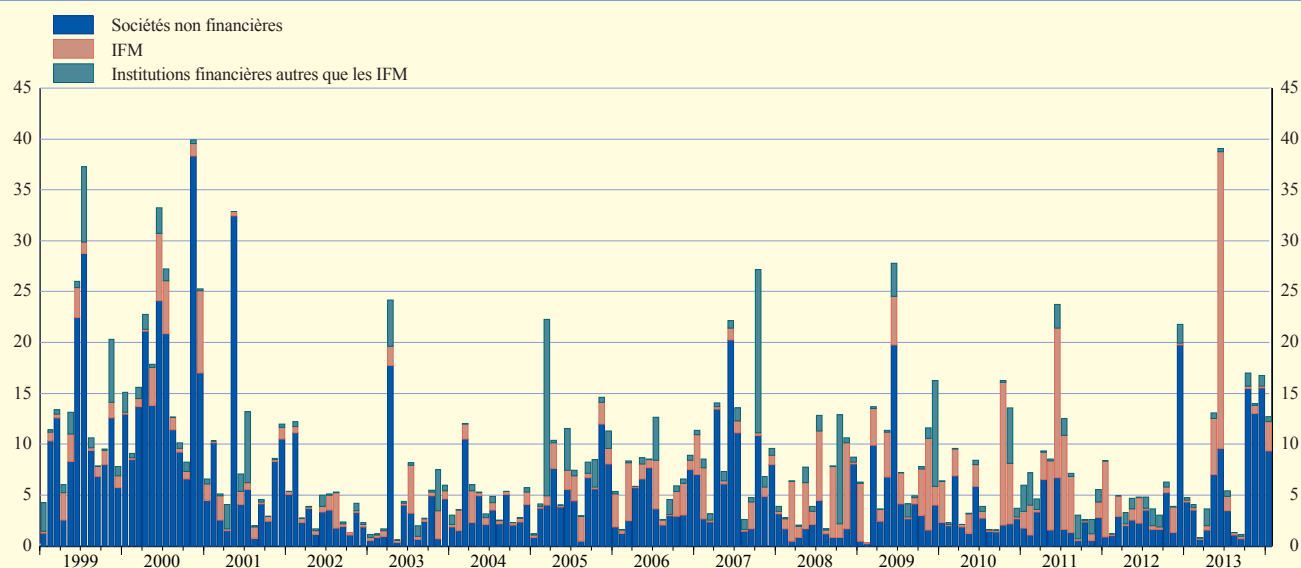
1) Pour plus de détails sur le calcul de l'indice et des taux de croissance, cf. les notes techniques.

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

2. Opérations durant le mois

	Total			IFM			Institutions financières autres que les IFM			Sociétés non financières		
	Émissions brutes 1	Remboursements 2	Émissions nettes 3	Émissions brutes 4	Remboursements 5	Émissions nettes 6	Émissions brutes 7	Remboursements 8	Émissions nettes 9	Émissions brutes 10	Remboursements 11	Émissions nettes 12
2012 Janvier	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,6
Février	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
Mars	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Avril	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
Mai	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Juin	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Juillet	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,6	0,3	3,2
Août	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
Septembre	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
Octobre	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
Novembre	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Décembre	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	10,8	8,9
2013 Janvier	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Février	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mars	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Avril	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
Mai	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
Juin	39,1	1,7	37,3	29,2	0,0	29,1	0,3	0,1	0,3	9,6	1,7	7,9
Juillet	5,4	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
Août	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
Septembre	1,0	1,7	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7	1,1	-0,4
Octobre	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
Novembre	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0
Décembre	16,6	7,0	9,6	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	7,0	8,6
2014 Janvier	12,7	7,8	4,9	2,9	0,3	2,6	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9

G20 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 <sup>1)</sup>

(en pourcentage annuel ; encours en fin de période ; contrats nouveaux en moyenne sur la période, sauf indication contraire)

### 1. Taux d'intérêt appliqués aux dépôts (contrats nouveaux)

	Dépôts à vue	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières				Pensions
		Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis <sup>2)</sup>		Dépôts à vue	Dépôts à terme			
		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2013 Mars	0,36	2,29	2,17	2,28	1,37	1,43	0,40	0,93	1,85	1,99	1,00
Avril	0,34	2,33	2,10	2,25	1,36	1,37	0,38	0,96	1,70	1,90	0,68
Mai	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,31	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
Juin	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,28	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72
Juillet	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,37	0,82	1,63	1,78	0,85
Août	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,21	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51
Septembre	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56
Octobre	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,15	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	1,62	1,93	1,10	1,03	0,33	0,64	1,42	1,75	0,83

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

	Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de créances sur cartes de crédit <sup>3)</sup>	Prêts à la consommation				TAEG <sup>4)</sup>	Prêts au logement				TAEG <sup>4)</sup>	Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes		
			Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>		Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>		Par périodes de fixation initiale du taux		
			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et > à 10 ans			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2013 Mars	7,95	17,06	5,43	6,01	7,86	7,15	2,86	3,19	3,13	3,34	3,38	3,16	4,16	3,17	
Avril	7,93	17,08	5,38	5,95	7,83	7,06	2,87	3,13	3,06	3,34	3,38	3,26	3,97	3,11	
Mai	7,91	17,08	5,62	6,12	7,81	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14	
Juin	7,84	17,03	5,51	6,06	7,65	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,07	3,01	
Juillet	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18	
Août	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15	
Septembre	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16	
Octobre	7,67	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26	
Novembre	7,64	16,96	5,81	6,05	7,74	7,20	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19	
Décembre	7,63	16,94	5,63	6,20	7,42	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05	
2014 Janvier	7,69	17,08	5,73	6,08	7,71	7,34	2,79	3,01	3,12	3,31	3,36	3,24	3,81	3,01	
Février	7,66	17,07	5,87	6,01	7,68	7,38	2,79	2,95	3,10	3,27	3,35	3,29	3,98	3,07	

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

	Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts d'un montant ≤ à 250 000 euros par périodes de fixation initiale du taux						Autres prêts d'un montant > à 1 million d'euros par périodes de fixation initiale du taux					
		Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans	Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013 Mars	4,17	4,56	4,71	4,11	4,25	3,75	3,61	2,01	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
Avril	4,17	4,78	4,71	4,16	4,07	3,62	3,58	2,14	2,71	3,21	4,16	3,00	2,94
Mai	4,14	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,09	2,70	3,21	3,52	2,68	2,79
Juin	4,14	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
Juillet	4,12	4,65	4,80	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,71	2,72	2,82	2,98	3,17
Août	4,10	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
Septembre	4,13	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
Octobre	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
Novembre	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
Décembre	4,12	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	4,15	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,75	2,76	2,94	2,97	3,13
Février	4,12	4,53	4,59	4,26	4,07	3,48	3,45	2,09	2,76	2,91	2,78	2,79	3,15

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 <sup>1)</sup> \***  
(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 <sup>2)</sup>		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 Mars	0,36	2,53	2,70	1,37	1,43	0,40	1,65	2,89	2,19	
Avril	0,34	2,47	2,70	1,36	1,37	0,38	1,60	2,83	1,99	
Mai	0,33	2,41	2,67	1,31	1,31	0,38	1,57	2,79	1,62	
Juin	0,32	2,36	2,67	1,30	1,28	0,38	1,52	2,80	1,73	
Juillet	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,67	
Août	0,30	2,22	2,63	1,15	1,21	0,37	1,44	2,82	1,50	
Septembre	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,84	1,66	
Octobre	0,29	2,09	2,60	1,13	1,15	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	1,88	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01	
Février	0,28	1,84	2,59	1,10	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08	

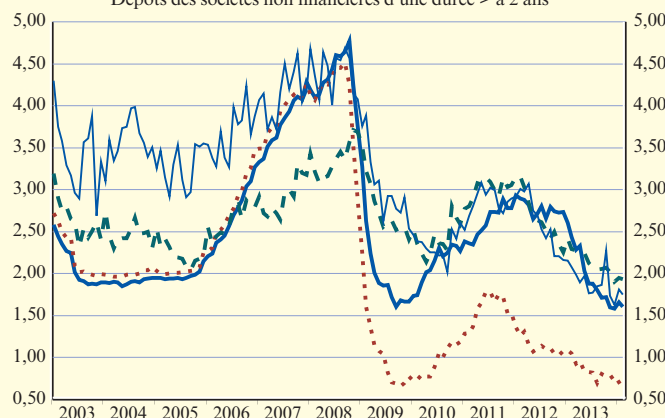
**5. Taux d'intérêt appliqués aux prêts (encours)**

	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 Mars	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,69	3,25	3,16	
Avril	3,49	3,33	3,49	7,74	6,19	4,88	3,67	3,25	3,15	
Mai	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13	
Juin	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14	
Juillet	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14	
Août	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12	
Septembre	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13	
Octobre	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12	
Novembre	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12	
Décembre	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14	
2014 Janvier	3,60	3,17	3,31	7,58	6,11	4,76	3,67	3,30	3,13	
Février	3,59	3,22	3,37	7,64	6,28	4,83	3,66	3,33	3,17	

**G21 Nouveaux dépôts à terme**

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

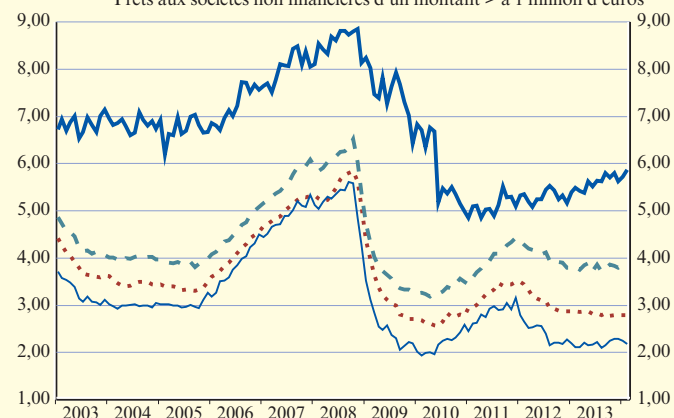
- Dépôts des ménages d'une durée ≤ à 1 an
- ... Dépôts des sociétés non financières d'une durée ≤ à 1 an
- - - Dépôts des ménages d'une durée > à 2 ans
- Dépôts des sociétés non financières d'une durée > à 2 ans



**G22 Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an**

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

- Prêts à la consommation consentis aux ménages
- ... Prêts au logement consentis aux ménages
- - - Prêts aux sociétés non financières d'un montant ≤ à 1 million d'euros
- Prêts aux sociétés non financières d'un montant > à 1 million d'euros



Source : BCE.

\* Pour la source des données du tableau et les notes de bas de page correspondantes, cf. p. S42.

## 4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

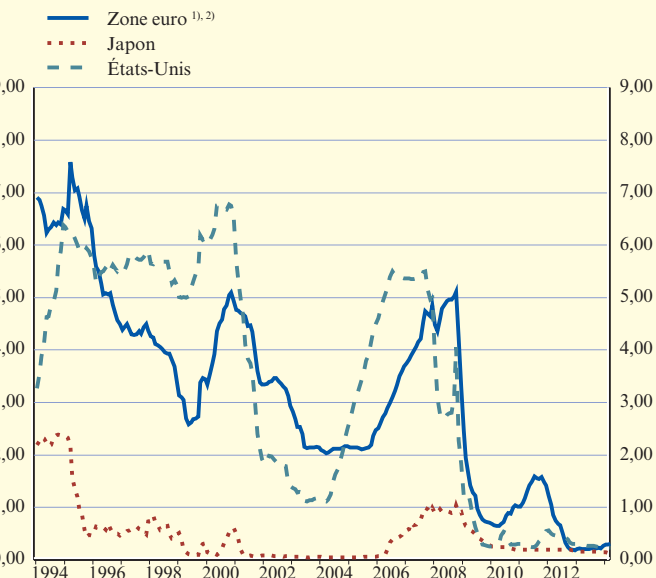
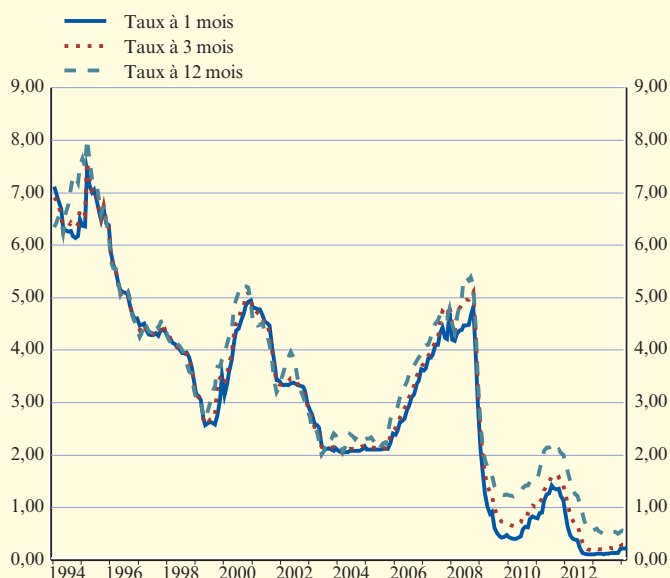
	Zone euro <sup>1), 2)</sup>					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia) 1	Dépôts à 1 mois (Euribor) 2	Dépôts à 3 mois (Euribor) 3	Dépôts à 6 mois (Euribor) 4	Dépôts à 12 mois (Euribor) 5	Dépôts à 3 mois (Libor) 6	Dépôts à 3 mois (Libor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 T1	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
T2	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
T3	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
T4	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 T1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
2013 Mars	0,07	0,12	0,21	0,33	0,54	0,28	0,16
Avril	0,08	0,12	0,21	0,32	0,53	0,28	0,16
Mai	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
Juin	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Juillet	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
Août	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
Septembre	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
Octobre	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
Novembre	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Décembre	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 Janvier	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
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

### G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro <sup>1), 2)</sup>

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)

### G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE.

- 1) Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

#### 4.7 Courbes des taux de la zone euro <sup>1)</sup>

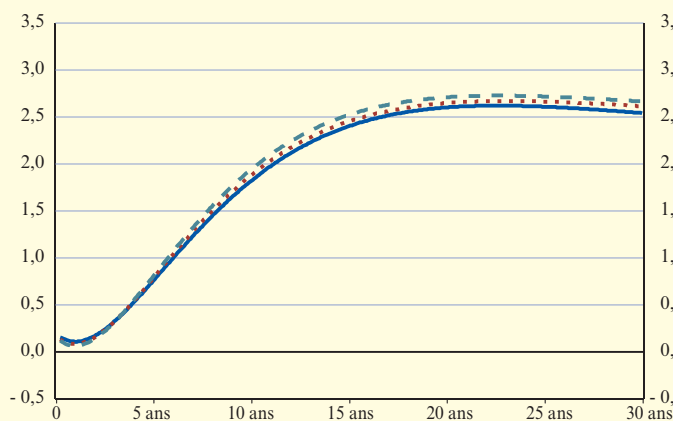
(obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro ; données de fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écarts en points de pourcentage)

	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 T1	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
T2	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
T3	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
T4	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
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
2013 Mars	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
Avril	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28
Mai	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
Juin	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Juillet	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
Août	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
Septembre	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Octobre	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
Novembre	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Décembre	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Janvier	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
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

#### G25 Courbes des taux au comptant de la zone euro <sup>2)</sup>

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)

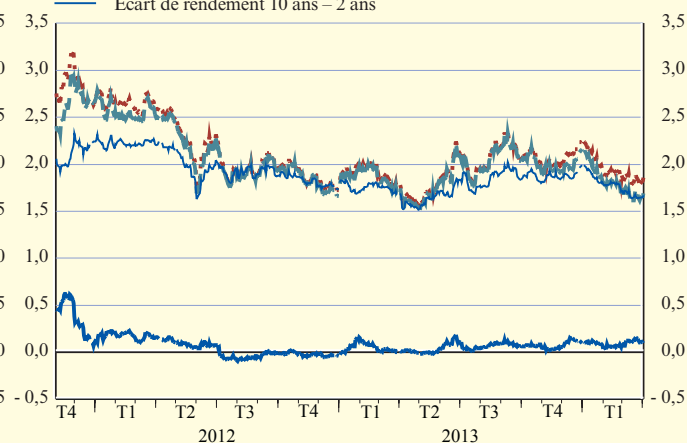
— Mars 2014  
- - - Février 2014  
- - - Janvier 2014



#### G26 Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro <sup>2)</sup>

(données quotidiennes ; taux en pourcentage annuel ; écarts de rendement en points de pourcentage)

— Taux à 1 an  
- - - Taux à 10 ans  
- - - Écart de rendement 10 ans - 3 mois  
— Écart de rendement 10 ans - 2 ans



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.

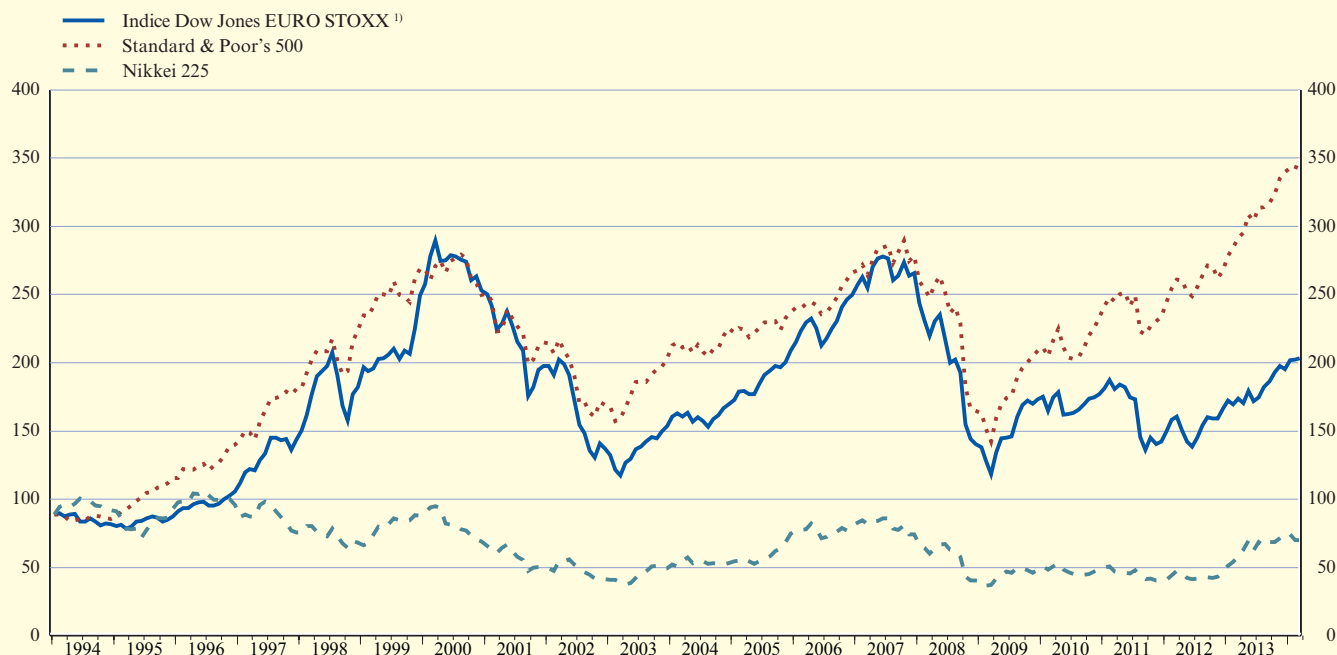
## 4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx <sup>1)</sup>												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	256,0	2 611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1 267,6	9 425,4
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2013 T1	268,2	2 676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1 514,0	11 457,6
T2	271,8	2 696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1 609,5	13 629,3
T3	282,1	2 782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1 674,9	14 127,7
T4	304,9	3 017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1 768,7	14 951,3
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
2013 Mars	270,8	2 680,2	576,6	187,2	457,1	307,4	140,1	388,2	260,6	221,0	240,2	626,1	1 550,8	12 244,0
Avril	265,9	2 636,3	560,9	187,0	449,8	299,6	136,0	374,1	250,5	225,2	238,6	650,8	1 570,7	13 224,1
Mai	280,2	2 785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1 639,8	14 532,4
Juin	268,3	2 655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1 618,8	13 106,6
Juillet	272,4	2 686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1 668,7	14 317,5
Août	284,2	2 803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1 670,1	13 726,7
Septembre	290,6	2 864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1 687,2	14 372,1
Octobre	301,4	2 988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1 720,0	14 329,0
Novembre	308,7	3 056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1 783,5	14 931,7
Décembre	304,7	3 010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1 807,8	15 655,2
2014 Janvier	314,7	3 092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1 822,4	15 578,3
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

## G27 Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225

(base : janvier 1994 = 100 ; moyennes mensuelles)



Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.



# PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

## 5.1 IPCH, autres prix et coûts (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 1. Indice des prix à la consommation harmonisé <sup>1)</sup>

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés <sup>2)</sup>	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transformés	Produits alimen- taires non transformés	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie											
% du total en 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	3,5
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 T1	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,6	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,2
T2	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,4	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3
T3	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,5	0,7	0,4	0,0	1,0	0,5	1,3	1,8
T4	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,1	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4
2014 T1	117,2	0,7	.	.	1,2	.	.	.	.	0,0	.	.	.
2013 Octobre	117,6	0,7	1,0	0,4	1,2	-0,2	0,1	-0,7	0,0	-1,2	-0,1	0,6	1,3
Novembre	117,5	0,9	1,1	0,4	1,4	0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,8	0,2	0,8	1,3
Décembre	117,9	0,8	0,9	0,7	1,0	0,1	0,1	0,9	0,1	0,6	-0,1	0,8	1,4
2014 Janvier	116,6	0,8	1,0	0,5	1,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	2,0
Février	116,9	0,7	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,5	2,0
Mars <sup>3)</sup>	118,1	0,5	.	.	1,1	.	.	.	.	-0,3	.	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 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 T1	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
T2	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
T3	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
T4	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2014 T1	1,4	.	.	.	0,3	-1,9	.	.	.	.	.	.
2013 Octobre	1,9	2,2	1,4	-0,3	0,3	-1,7	1,7	1,4	2,0	-4,0	1,9	0,4
Novembre	1,6	2,0	0,9	-0,1	0,2	-1,1	1,7	1,4	1,9	-3,3	2,5	0,5
Décembre	1,8	2,0	1,5	0,2	0,3	0,0	1,7	1,4	1,4	-3,4	1,5	0,5
2014 Janvier	1,7	2,0	1,3	-0,2	0,2	-1,2	1,7	1,4	1,6	-3,2	1,4	1,3
Février	1,5	1,8	0,9	-0,4	0,4	-2,3	1,8	1,4	1,8	-2,4	1,5	1,2
Mars <sup>3)</sup>	1,0	.	.	.	0,3	-2,1	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Ces statistiques expérimentales ne peuvent fournir qu'une mesure approximative de l'administration des prix, les variations des prix administrés ne pouvant être totalement isolées d'autres influences. Pour une note expliquant la méthodologie utilisée dans le calcul de cet indicateur, se reporter au site internet d'Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicplintroduction>).
- 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											Construction <sup>1)2)</sup>	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>1)3)</sup>	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial <sup>1)3)</sup>
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Secteur manufacturier	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
				Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation							
							Total	Biens de consommation durables	Biens de consommation non durables					
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,2	
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	2,7	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,7	-0,2	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,7	0,6	.	.	
2012 T4	109,2	2,4	1,9	1,6	1,3	0,8	2,5	1,2	2,7	4,5	1,3	-2,3	-1,2	
2013 T1	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,9	-2,8	-1,4	
T2	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,4	-1,0	
T3	108,4	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,4	-1,4	-0,3	
T4	108,0	-1,1	-0,8	-0,3	-1,7	0,6	0,9	0,6	1,0	-2,9	0,6	.	.	
2013 Septembre	108,5	-0,9	-0,7	-0,1	-1,6	0,6	1,6	0,7	1,6	-2,9	-	-	-	
Octobre	108,0	-1,3	-1,1	-0,3	-1,8	0,6	1,1	0,6	1,1	-3,6	-	-	-	
Novembre	107,9	-1,2	-0,9	-0,4	-1,7	0,5	0,9	0,6	0,9	-3,2	-	-	-	
Décembre	108,1	-0,8	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,7	0,9	-1,9	-	-	-	
2014 Janvier	107,8	-1,4	-0,9	-0,4	-1,7	0,5	0,7	0,9	0,6	-3,6	-	-	-	
Février	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,4	0,6	0,9	0,6	-4,4	-	-	-	

### 3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole <sup>4)</sup> (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Déflateur du PIB <sup>1)</sup>							
		Pondération fondée sur les importations <sup>5)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>6)</sup>			Total (cvs ; indice 2005 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations <sup>7)</sup>	Importations <sup>7)</sup>
		Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe		
% du total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,9	1,3	1,6	2,0	1,0	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,2	-10,5	-7,0	-7,3	-7,3	-7,3	112,5	1,4	1,1	1,3	1,1	0,3	-0,3	-1,2
2013 T1	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,1	1,6	1,4	1,4	1,6	0,5	0,3	-0,2
T2	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,6	1,2	1,3	0,9	0,2	0,0	-1,1
T3	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,6	1,4	1,1	1,4	0,9	0,2	-0,7	-1,6
T4	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	112,7	1,1	0,7	1,0	0,9	0,3	-0,9	-1,9
2014 T1	78,6	-8,4	-7,0	-9,1	-7,5	-3,9	-10,3	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 Octobre	80,0	-12,2	-17,3	-9,6	-10,9	-12,0	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Novembre	80,0	-11,7	-16,5	-9,2	-11,3	-12,9	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Décembre	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2014 Janvier	78,8	-9,3	-11,4	-8,3	-8,9	-8,2	-9,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Février	79,4	-7,8	-6,1	-8,6	-7,2	-3,6	-10,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Mars	77,8	-8,2	-3,5	-10,5	-6,3	0,3	-11,6	-	-	-	-	-	-	-	-

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) Les données se rapportent à l'Euro 18.

2) Prix des consommations intermédiaires pour la construction résidentielle.

3) Données expérimentales fondées sur des sources nationales non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

4) Brent Blend (livraison à terme à un mois).

5) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la structure des importations de la zone euro sur la période 2004-2006.

6) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la demande intérieure (production intérieure plus importations moins exportations) de la zone euro sur la période 2004-2006. Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.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 <sup>1)</sup>**  
(variations annuelles en pourcentage)

**4. Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail**  
(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total (indice : 2005 = 100)	Total	Par activité économique									Arts, spectacles et autres activités de services
			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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>2)</sup></b>												
2012	112,7	1,9	4,1	2,6	2,6	1,9	3,4	1,2	0,7	2,6	0,6	2,2
2013	114,0	1,2	0,9	1,8	1,0	0,7	2,1	1,4	-1,2	1,0	1,1	1,4
2013 T1	114,0	1,8	2,8	2,7	0,7	1,9	2,5	0,1	-1,6	2,3	1,2	1,9
T2	113,9	1,2	1,5	2,1	1,1	1,2	1,7	1,2	-1,3	1,2	0,8	1,5
T3	114,2	1,2	1,3	2,7	2,2	0,2	2,7	1,4	-0,9	0,5	1,0	1,0
T4	114,0	0,6	-1,7	-0,6	-0,2	-0,6	1,3	3,0	-1,0	0,2	1,8	1,0
<b>Rémunération par tête</b>												
2012	116,6	1,9	1,1	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2013	118,5	1,6	2,2	2,5	1,6	1,0	1,1	1,4	1,2	1,7	1,6	1,0
2013 T1	118,1	1,7	3,1	2,5	1,1	1,2	1,4	1,7	1,2	2,1	1,8	0,8
T2	118,5	1,7	2,1	2,6	2,1	1,3	1,2	1,1	2,4	2,2	1,3	1,1
T3	119,0	1,8	3,0	3,2	2,9	1,1	1,2	1,1	0,8	1,6	1,5	1,1
T4	119,0	1,5	1,0	2,1	1,4	0,6	0,6	1,9	0,7	1,2	2,2	1,3
<b>Productivité par personne employée <sup>3)</sup></b>												
2012	103,5	0,0	-2,9	-0,2	0,5	0,0	-0,9	-0,1	1,0	-0,1	0,5	-0,5
2013	103,9	0,4	1,3	0,7	0,6	0,3	-1,0	0,0	2,4	0,7	0,5	-0,4
2013 T1	103,7	0,0	0,3	-0,2	0,4	-0,7	-1,1	1,6	2,8	-0,2	0,6	-1,1
T2	104,0	0,5	0,6	0,5	1,0	0,1	-0,4	-0,1	3,8	1,0	0,5	-0,4
T3	104,2	0,6	1,6	0,6	0,7	0,8	-1,5	-0,4	1,7	1,1	0,5	0,0
T4	104,3	0,9	2,7	2,6	1,6	1,2	-0,7	-1,1	1,6	1,0	0,3	0,3
<b>Rémunération par heure travaillée</b>												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	1,9	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,0	2,2	2,3	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	1,9	1,3
2013 T1	121,9	3,1	4,5	4,3	4,2	2,3	2,1	2,7	1,6	2,7	2,6	2,6
T2	121,5	1,6	1,9	1,6	1,8	1,6	0,9	1,2	2,4	2,3	1,3	1,2
T3	122,0	1,8	2,1	2,2	2,5	1,4	1,8	1,2	2,2	2,1	1,7	1,3
T4	122,0	1,3	0,0	1,0	1,3	0,7	0,7	1,6	1,0	1,5	2,1	0,8
<b>Productivité horaire du travail <sup>3)</sup></b>												
2012	106,5	0,8	-1,9	0,9	2,0	0,8	-0,2	0,3	1,8	0,2	0,7	0,3
2013	107,2	0,7	0,7	0,5	1,1	0,7	-0,7	0,1	3,0	1,0	0,7	0,0
2013 T1	107,5	1,2	-0,1	1,6	3,0	0,3	-0,4	2,7	3,7	0,7	1,4	0,8
T2	107,2	0,3	-0,4	-0,4	0,3	0,4	-0,7	-0,2	3,9	0,9	0,4	-0,3
T3	107,3	0,7	0,9	-0,3	0,3	1,3	-0,8	-0,2	2,6	1,4	0,7	0,2
T4	107,6	0,8	2,3	1,6	1,4	1,1	-0,9	-1,4	1,9	1,3	0,3	0,0

**5. Indices de coûts de main-d'œuvre <sup>4)</sup>**

	Total (indice : 2008 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités			Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>5)</sup>
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Industries minières, industrie manufacturière et énergie	Construction	Services	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	108,6	1,8	1,9	1,7	2,4	2,3	2,1	2,2
2013	110,2	1,4	1,7	0,6	2,1	0,6	1,1	1,8
2013 T1	102,7	2,0	2,2	1,7	3,3	1,6	1,6	1,9
T2	114,1	1,2	1,5	0,3	1,8	0,7	1,0	1,7
T3	107,2	1,1	1,3	0,5	1,6	-0,1	1,0	1,7
T4	116,6	1,4	1,9	0,0	1,7	0,3	0,9	1,7

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (tableau 4 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 8 du tableau 5 de la section 5.1).

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 18.
- 2) Rémunération par tête (à prix courants) divisée par la productivité du travail par salarié.
- 3) PIB total et valeur ajoutée par activité économique (en volume) et par unité de facteur travail (personnes employées et heures travaillées).
- 4) Indices de coûts horaires de main-d'œuvre pour l'ensemble de l'économie, hors agriculture, sylviculture et pêche. En raison des différences de couverture, les estimations relatives aux composantes ne coïncident pas toujours avec le total.
- 5) Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).



## 5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

### 1. PIB et composantes de la dépense <sup>1)</sup>

	PIB								
	Total	Demande intérieure				Solde extérieur <sup>2)</sup>			
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks <sup>3)</sup>	Total	Exportations <sup>2)</sup>	Importations <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<b>Prix courants (montants en milliards d'euros)</b>									
2010	9 185,7	9 064,9	5 282,7	2 019,8	1 741,3	21,1	120,8	3 793,9	3 673,1
2011	9 444,0	9 315,1	5 427,3	2 032,7	1 796,7	58,4	128,8	4 186,7	4 057,9
2012	9 505,2	9 259,2	5 464,1	2 041,7	1 744,9	8,4	246,0	4 362,7	4 116,7
2013	9 600,5	9 259,3	5 494,3	2 065,1	1 695,9	4,1	341,1	4 405,9	4 064,8
2012 T4	2 376,6	2 303,5	1 365,4	509,8	430,1	-1,8	73,1	1 096,6	1 023,4
2013 T1	2 385,2	2 308,9	1 367,7	515,5	421,9	3,9	76,3	1 083,5	1 007,2
T2	2 400,6	2 310,6	1 371,0	515,6	421,9	2,2	89,9	1 106,5	1 016,5
T3	2 405,8	2 324,0	1 376,9	518,4	425,1	3,7	81,8	1 104,4	1 022,7
T4	2 414,4	2 319,9	1 379,9	515,8	430,9	-6,7	94,5	1 117,5	1 023,1
<i>en pourcentage du PIB</i>									
2013	100,0	96,4	57,2	21,5	17,7	0,0	3,6	-	-
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>									
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>									
2012 T4	-0,5	-0,7	-0,6	0,0	-1,4	-	-	-0,6	-0,9
2013 T1	-0,2	-0,3	-0,2	0,2	-1,7	-	-	-0,9	-1,2
T2	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,1	-	-	2,4	1,7
T3	0,1	0,5	0,1	0,4	0,5	-	-	0,1	0,9
T4	0,2	-0,2	0,1	-0,3	1,0	-	-	1,3	0,5
<i>variations annuelles en pourcentage</i>									
2010	1,9	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,3	-0,6	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2013	-0,4	-1,1	-0,7	0,1	-3,1	-	-	1,3	-0,1
2012 T4	-1,0	-2,3	-1,5	-0,8	-4,8	-	-	1,9	-0,8
2013 T1	-1,1	-2,1	-1,4	-0,3	-5,5	-	-	0,1	-2,1
T2	-0,6	-1,4	-0,8	-0,1	-3,6	-	-	1,6	-0,2
T3	-0,3	-0,5	-0,6	0,5	-2,5	-	-	0,9	0,4
T4	0,5	0,0	0,1	0,3	-0,1	-	-	2,8	1,9
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2012 T4	-0,5	-0,7	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,1	-	-
2013 T1	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,1	0,1	-	-
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,4	-	-
T3	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
T4	0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	-0,3	0,4	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2010	1,9	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2013	-0,4	-1,1	-0,4	0,0	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2012 T4	-1,0	-2,2	-0,9	-0,2	-0,9	-0,3	1,2	-	-
2013 T1	-1,1	-2,1	-0,8	-0,1	-1,0	-0,2	1,0	-	-
T2	-0,6	-1,4	-0,5	0,0	-0,7	-0,2	0,8	-	-
T3	-0,3	-0,5	-0,3	0,1	-0,5	0,2	0,2	-	-
T4	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,5	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro. Elles ne sont pas entièrement compatibles avec la section 3.1, le tableau 1 de la section 7.1, le tableau 3 de la section 7.2 ou les tableaux 1 ou 3 de la section 7.5.

3) Incluant les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur.

## 5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

### 2. Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique <sup>1)</sup>

	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
<b>Prix courants (montants en milliards d'euros)</b>												
2010	8 242,3	137,1	1 581,8	499,2	1 552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1 615,0	300,6	943,4
2011	8 468,1	142,0	1 643,3	502,0	1 593,2	374,5	440,1	965,5	859,6	1 639,7	308,1	975,9
2012	8 525,3	144,6	1 643,8	492,1	1 606,2	370,0	433,8	982,2	877,3	1 661,6	313,6	979,9
2013	8 611,8	144,7	1 661,5	478,8	1 623,0	358,2	438,5	1 004,1	895,3	1 687,8	319,9	988,7
2012 T4	2 132,4	36,6	410,5	121,2	403,0	91,5	107,9	248,1	220,3	414,5	78,9	244,2
2013 T1	2 140,0	36,2	412,1	120,3	402,2	90,4	109,1	248,7	220,9	421,0	79,1	245,2
T2	2 150,5	36,5	415,7	119,0	405,0	90,1	110,0	250,1	223,4	421,2	79,7	250,1
T3	2 158,1	35,8	416,8	119,4	407,7	89,0	109,3	251,9	225,2	422,4	80,5	247,7
T4	2 168,6	36,3	419,9	120,7	409,0	88,9	110,2	253,4	226,1	423,3	80,9	245,8
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,8	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>												
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>												
2012 T4	-0,5	-0,3	-1,8	-1,8	-0,8	-0,6	0,9	0,5	-0,3	0,3	0,0	-0,7
2013 T1	-0,2	0,8	0,0	-1,1	-0,2	-0,2	-1,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,3	-0,2
T2	0,3	0,1	0,6	-0,9	0,7	0,2	-1,1	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6
T3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	-0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	-0,2	-0,2
T4	0,3	1,1	0,6	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,6
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,8	0,7	1,8	0,2	-0,1	2,3	1,3	0,3	1,4
2011	1,8	0,3	3,0	-1,6	1,7	3,9	1,5	2,1	2,4	1,1	0,3	0,1
2012	-0,5	-4,7	-1,1	-4,2	-0,8	0,3	-0,5	0,6	0,6	0,2	0,1	-1,7
2013	-0,3	-0,3	-0,7	-3,9	-0,6	-0,7	-0,8	0,7	1,0	0,2	-0,6	-1,1
2012 T4	-0,9	-6,5	-1,4	-5,3	-1,6	-1,0	0,8	0,6	0,0	0,2	-0,5	-1,9
2013 T1	-1,0	-2,6	-1,7	-5,1	-1,9	-0,8	0,4	0,6	0,0	0,1	-1,0	-2,5
T2	-0,5	-0,9	-1,0	-4,8	-0,9	-0,4	-1,3	0,7	1,2	0,1	-0,4	-0,9
T3	-0,2	0,5	-1,0	-3,6	-0,1	-1,0	-0,8	0,8	1,2	0,3	-0,4	-0,6
T4	0,6	1,9	1,4	-1,5	1,0	-0,4	-1,4	0,5	1,7	0,4	-0,5	-0,5
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2012 T4	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2013 T1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-
T2	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2012 T4	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 T1	-1,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
T2	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
T3	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
T4	0,6	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 5.2 Production et demande

(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			Énergie			
							Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables				
% du total en 2010	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,1	8,5	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4	
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,4	-4,9	-2,1	-0,4	-5,4	
2013	-1,1	100,2	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,5	-0,5	-3,5	-0,1	-1,1	-2,9	
2013 T1	-2,8	99,6	-2,2	-2,6	-2,8	-3,6	-3,4	-0,8	-4,5	-0,4	0,0	-5,9	
T2	-1,5	100,3	-1,0	-0,9	-1,0	-2,0	-0,1	-0,7	-3,9	-0,2	-1,2	-3,7	
T3	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-1,3	-0,9	-3,5	-0,6	-2,0	-1,1	
T4	0,9	100,7	1,5	1,9	2,0	2,6	2,5	0,3	-2,2	0,7	-1,6	-1,3	
2013 Septembre	-0,1	100,4	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,6	-2,5	1,1	-0,7	-0,7	
Octobre	0,0	99,7	0,4	0,9	1,0	1,5	1,5	-0,5	-4,8	0,2	-3,1	-2,3	
Novembre	2,0	101,3	2,8	3,1	3,2	3,2	4,3	1,4	-0,4	1,9	0,1	-1,6	
Décembre	1,1	101,0	1,2	1,7	1,9	3,4	1,7	-0,2	-1,2	0,1	-1,8	-0,1	
2014 Janvier	3,5	100,8	2,1	3,5	3,6	3,7	5,8	1,5	1,2	1,4	-4,6	8,8	
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>													
2013 Septembre	-0,5	-	-0,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,8	0,1	-1,5	0,1	1,5	-0,3	
Octobre	-0,6	-	-0,7	-0,4	-0,3	0,4	-1,0	-0,4	-1,8	0,2	-3,2	-1,0	
Novembre	1,4	-	1,6	1,5	1,5	0,8	2,8	0,6	1,9	0,4	2,4	-0,1	
Décembre	0,0	-	-0,4	0,0	-0,1	0,4	-0,8	0,1	0,8	0,0	-2,5	1,3	
2014 Janvier	0,3	-	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,9	0,2	-0,6	0,4	-2,5	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 <sup>1)</sup>		Chiffre d'affaires dans l'industrie		Ventes au détail y compris carburants								Nouvelles immatriculations de voitures particulières	
	Industrie manufacturière		Industrie manufacturière (à prix courants)		Prix courants	Prix constants						Carburants	Total (cvs ; milliers) <sup>2)</sup>	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			
									Textile, habillement, chaussures <sup>3)</sup>	Biens d'équipement des ménages <sup>3)</sup>				
% du total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,8	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,1	-0,3	107,2	-1,5	-0,4	96,8	-0,8	-1,0	-0,5	-1,3	-2,6	-1,1	713	-4,4
2013 T1	102,4	-2,7	106,9	-2,6	-1,3	96,5	-2,2	-1,5	-2,4	-5,7	-4,3	-3,6	690	-11,2
T2	103,3	-1,7	106,8	-2,0	-0,3	96,8	-1,0	-1,7	-0,4	0,0	-2,8	-0,7	709	-7,2
T3	105,1	1,1	107,4	-1,5	-0,1	97,2	-0,5	-0,6	-0,3	-0,4	-2,5	-0,2	708	-2,2
T4	105,5	2,2	107,6	0,2	0,1	96,6	0,2	-0,3	0,8	0,6	-1,0	-0,1	745	5,3
2013 Octobre	104,1	0,2	106,6	-1,2	-0,5	96,4	-0,4	-0,2	-0,5	-1,7	-1,5	0,2	725	4,2
Novembre	105,7	2,9	108,2	1,4	1,3	97,4	1,5	1,0	2,6	4,8	0,1	-0,1	736	4,8
Décembre	106,7	3,6	108,0	0,3	-0,5	96,1	-0,4	-1,5	0,5	-0,5	-1,6	-0,5	774	6,9
2014 Janvier	107,2	5,4	109,5	3,4	1,1	97,6	1,3	-0,4	2,5	.	.	2,9	711	5,5
Février	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	736	6,0
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>														
2013 Octobre	-	-2,1	-	-0,7	-0,4	-	-0,4	0,2	-0,8	-1,7	-0,8	-0,5	-	2,3
Novembre	-	1,6	-	1,5	1,1	-	1,1	0,6	1,4	3,5	0,7	1,1	-	1,4
Décembre	-	0,9	-	-0,2	-1,4	-	-1,3	-1,6	-1,1	-2,6	-1,5	-0,4	-	5,2
2014 Janvier	-	0,6	-	1,3	1,5	-	1,6	1,1	1,9	.	.	1,5	-	-8,1
Février	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	3,5

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.

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

## 5.2 Production et demande

 (soldes d'opinions <sup>1)</sup>, sauf indication contraire ; données cvs)

## 5. Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

	Indicateur du climat économique <sup>2)</sup> (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier					Taux d'utilisation des capacités de production <sup>3)</sup> (en %)	Indicateur de confiance des consommateurs				
		Indicateur de confiance des chefs d'entreprise				Total <sup>4)</sup>		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 <sup>4)</sup>	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production							7
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0	
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0	
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7	
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2	
2013 T1	90,5	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,5	-11,3	-27,2	42,3	-13,1	
2013 T2	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6	
2013 T3	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2	
2013 T4	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,2	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8	
2014 T1	101,5	-3,5	-16,6	2,8	8,7	.	-11,2	-4,6	-7,0	23,8	-9,6	
2013 Octobre	98,1	-5,0	-21,2	3,3	9,4	78,4	-14,4	-7,1	-11,7	29,2	-9,5	
2013 Novembre	98,8	-3,9	-17,9	3,5	9,7	-	-15,3	-6,0	-13,4	31,3	-10,4	
2013 Décembre	100,4	-3,4	-16,7	1,7	8,3	-	-13,5	-5,7	-9,8	29,0	-9,5	
2014 Janvier	101,0	-3,8	-16,7	3,0	8,2	80,0	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5	
2014 Février	101,2	-3,5	-16,3	2,4	8,3	-	-12,7	-4,8	-8,7	26,3	-11,0	
2014 Mars	102,4	-3,3	-16,7	2,9	9,7	-	-9,3	-4,0	-4,6	20,4	-8,2	

	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction			Indicateur de confiance du commerce de détail				Indicateur de confiance dans le secteur des services			
	Total <sup>4)</sup>	Carnets de commande	Prévisions relatives à l'emploi	Total <sup>4)</sup>	Climat des affaires actuel	Volume des stocks	Climat des affaires attendu	Total <sup>4)</sup>	Climat des affaires	Evolution de la demande sur les derniers mois	Evolution attendue de la demande durant les prochains mois
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-4,0	-6,5	7,2	1,6	3,9	1,4	3,0	7,3
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2013 T1	-28,7	-36,8	-20,7	-16,1	-24,0	10,8	-13,5	-7,7	-12,6	-8,9	-1,8
2013 T2	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
2013 T3	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
2013 T4	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2014 T1	-29,0	-39,6	-18,5	-3,0	-5,6	5,6	2,1	3,3	1,0	2,1	6,7
2013 Octobre	-29,1	-38,9	-19,2	-7,7	-11,2	5,6	-6,5	-3,6	-6,6	-6,9	2,7
2013 Novembre	-30,4	-39,5	-21,3	-7,7	-11,2	7,8	-4,2	-0,8	-4,0	-2,8	4,4
2013 Décembre	-26,4	-34,8	-18,0	-5,0	-9,1	6,4	0,3	0,4	-2,1	-0,4	3,6
2014 Janvier	-29,8	-41,3	-18,4	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,4	-0,6	-0,2	8,0
2014 Février	-28,5	-37,5	-19,5	-3,0	-4,3	6,0	1,3	3,3	0,5	2,4	7,0
2014 Mars	-28,8	-40,0	-17,5	-2,6	-4,5	4,9	1,4	4,2	3,2	4,2	5,2

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

- Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives.
- L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans les secteurs des services, de la construction et du commerce de détail ; l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise a une pondération de 40 %, celui dans le secteur des services de 30 %, celui des consommateurs de 20 % et les deux autres de 5 % chacun. Les valeurs de l'indicateur du climat économique supérieures (inférieures) à 100 indiquent une confiance supérieure (inférieure) à la moyenne calculée pour la période à partir de 1990.
- Les données sont recueillies chaque année en janvier, avril, juillet et octobre. Les données trimestrielles correspondent à la moyenne de deux enquêtes successives. Les données annuelles sont calculées à partir de moyennes trimestrielles.
- Les indicateurs de confiance sont calculés comme de simples moyennes des composantes présentées ; l'évaluation des stocks (colonnes 4 et 17) et du chômage (colonne 10) donne lieu à une inversion de signe pour le calcul des indicateurs de confiance.

## 5.3 Marché du travail <sup>1) 2)</sup>

(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	
<b>Personnes employées</b>														
<i>niveaux (en milliers)</i>														
2013	145 835	124 672	21 163	4 965	22 786	9 116	35 874	4 079	4 044	1 280	18 389	34 475	10 827	
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>														
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,3	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4	
<i>variation annuelle en pourcentage</i>														
2011	0,3	0,4	-0,2	-2,0	0,1	-3,7	0,7	1,3	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1	
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-0,9	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,6	
2013	-0,8	-0,8	-0,8	-1,6	-1,4	-4,5	-0,8	0,3	-0,8	-1,7	0,3	-0,3	-0,2	
2013	T1	-1,1	-1,1	-1,3	-2,9	-1,5	-5,5	-1,3	0,3	-1,1	-2,1	0,3	-0,5	0,1
	T2	-1,0	-1,1	-0,8	-1,5	-1,4	-5,7	-1,0	0,0	-1,2	-3,0	0,2	-0,4	0,1
	T3	-0,9	-0,9	-0,7	-1,1	-1,6	-4,3	-0,9	0,4	-0,4	-0,9	0,1	-0,2	-0,4
	T4	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8	-1,2	-3,0	-0,3	0,3	-0,3	-1,1	0,7	0,0	-0,8
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>														
2013	T1	-0,5	-0,5	-0,6	-1,3	-0,4	-1,4	-0,5	-0,4	-0,1	-1,0	-0,6	-0,3	-0,4
	T2	0,0	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,1	0,1
	T3	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,7	0,1	-0,1
	T4	0,1	0,1	0,0	-0,5	-0,1	-0,4	0,2	0,5	0,0	-0,9	0,2	0,3	-0,4
<b>Heures travaillées</b>														
<i>niveaux (en millions)</i>														
2013	228 788	184 181	44 606	9 972	35 887	15 806	59 436	6 528	6 370	1 962	28 574	49 089	15 164	
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>														
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,9	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6	
<i>variation annuelle en pourcentage</i>														
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,0	0,8	-3,8	0,4	1,4	-0,2	1,3	2,7	0,5	0,1	
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,9	-1,2	0,5	-0,5	-0,1	
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-4,9	-1,3	0,0	-0,9	-2,3	0,0	-0,5	-0,6	
2013	T1	-2,3	-2,4	-2,2	-2,5	-3,3	-7,8	-2,2	-0,4	-2,2	-3,0	-0,6	-1,3	-1,7
	T2	-0,9	-1,0	-0,6	-0,5	-0,6	-5,2	-1,3	0,3	-1,1	-3,0	0,3	-0,3	-0,1
	T3	-1,0	-0,9	-1,2	-0,4	-0,7	-3,9	-1,4	-0,3	-0,6	-1,8	-0,3	-0,4	-0,6
	T4	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-2,8	-0,2	0,4	0,0	-1,3	0,4	0,1	-0,5
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>														
2013	T1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,2	-1,0	-2,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,9	-1,0	-0,6
	T2	0,6	0,6	0,8	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,3	0,4	0,7	0,4	0,5
	T3	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,1	-0,6	0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,6	0,1	0,0
	T4	0,0	0,1	-0,4	-0,6	-0,3	-0,7	0,0	0,6	-0,1	-0,7	0,0	0,6	-0,4
<b>Heures travaillées par personne employée</b>														
<i>niveaux (en milliers)</i>														
2013	1 569	1 477	2 108	2 008	1 575	1 734	1 657	1 600	1 575	1 533	1 554	1 424	1 401	
<i>variation annuelle en pourcentage</i>														
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,0	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0	
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8	
2013	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	0,2	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,4	
2013	T1	-1,2	-1,3	-0,9	0,4	-1,8	-2,5	-0,9	-0,7	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-1,8
	T2	0,1	0,1	0,2	1,0	0,8	0,6	-0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2
	T3	-0,1	0,0	-0,5	0,7	0,9	0,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,9	-0,4	-0,2	-0,1
	T4	0,2	0,2	0,3	0,4	1,0	0,2	0,1	0,2	0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,3
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>														
2013	T1	-0,4	-0,5	-0,2	1,1	-0,7	-0,7	-0,3	0,2	-0,2	0,4	-0,3	-0,7	-0,2
	T2	0,7	0,7	0,7	-0,8	1,6	1,5	0,5	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,4
	T3	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,2	-0,4	0,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,1
	T4	-0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,0

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

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC95.

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

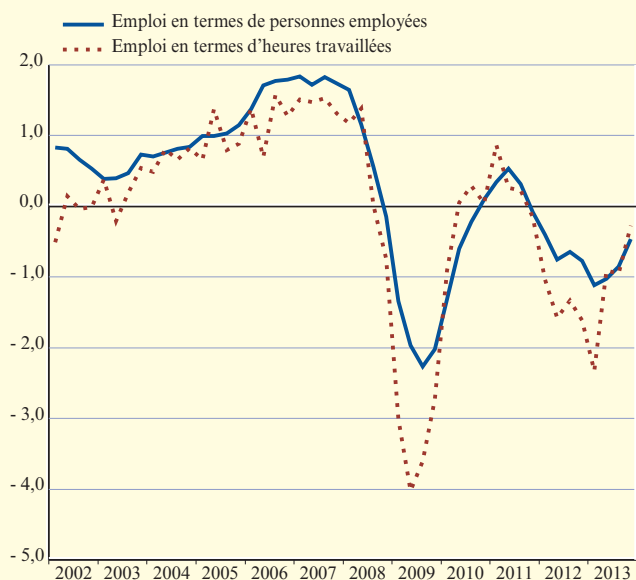
### 5.3 Marché du travail

(données cvs, sauf indication contraire)

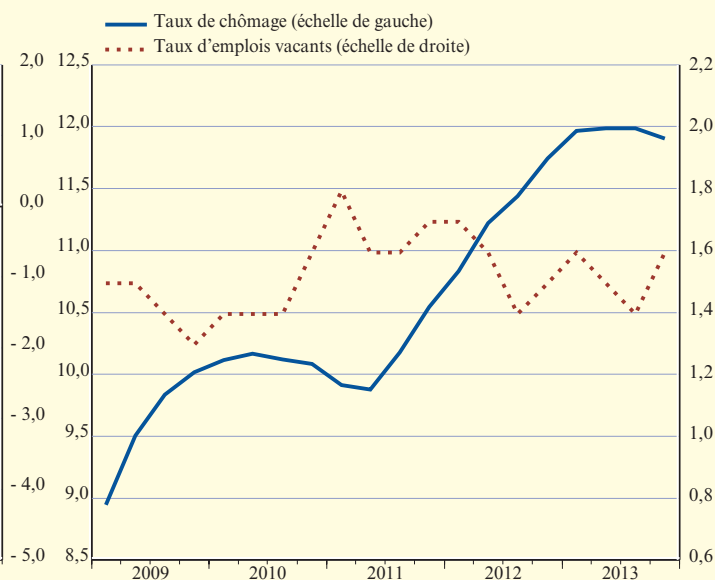
#### 2. Chômage et taux d'emplois vacants <sup>1)</sup>

	Chômage										Taux d'emplois vacants <sup>2) 3)</sup>  En % du total des emplois
	Total		Par âge <sup>4)</sup>				Par sexe <sup>5)</sup>				
	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		79,4		20,6		54,2		45,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	16,006	10,1	12,705	8,9	3,301	20,9	8,678	10,0	7,328	10,3	1,5
2011	16,067	10,1	12,841	9,0	3,226	20,9	8,595	9,9	7,471	10,4	1,7
2012	18,070	11,3	14,573	10,1	3,497	23,1	9,731	11,2	8,340	11,5	1,6
2013	19,123	12,0	15,590	10,7	3,533	23,8	10,297	11,9	8,826	12,1	1,5
2012 T4	18,793	11,7	15,203	10,5	3,590	23,8	10,127	11,6	8,666	11,9	1,5
2013 T1	19,123	12,0	15,526	10,7	3,598	24,0	10,316	11,9	8,807	12,1	1,6
T2	19,169	12,0	15,626	10,8	3,544	23,8	10,323	11,9	8,847	12,1	1,5
T3	19,173	12,0	15,648	10,8	3,524	23,9	10,360	11,9	8,812	12,0	1,4
T4	19,028	11,9	15,562	10,7	3,467	23,7	10,189	11,8	8,839	12,1	1,6
2013 Septembre	19,192	12,0	15,666	10,8	3,526	24,0	10,344	11,9	8,848	12,1	-
Octobre	19,059	11,9	15,573	10,7	3,486	23,7	10,216	11,8	8,843	12,1	-
Novembre	19,065	11,9	15,596	10,7	3,469	23,7	10,209	11,8	8,856	12,1	-
Décembre	18,961	11,9	15,516	10,7	3,445	23,5	10,142	11,7	8,819	12,0	-
2014 Janvier	19,000	11,9	15,547	10,7	3,453	23,6	10,165	11,7	8,835	12,1	-
Février	18,965	11,9	15,550	10,7	3,415	23,5	10,178	11,8	8,787	12,0	-

#### G28 Emploi — Personnes employées et heures travaillées <sup>2)</sup> (variations annuelles en pourcentage)



#### G29 Chômage et taux <sup>2)</sup> d'emplois vacants <sup>3)</sup>



Source : Eurostat.

- 1) Les données sur le chômage font référence à des personnes et suivent les recommandations de l'OIT.
- 2) Les données se rapportent à l'Euro 18.
- 3) Industrie, construction et services (à l'exclusion des ménages employeurs et des organismes extraterritoriaux) ; données brutes.
- 4) Adultes : 25 ans et plus ; jeunes : moins de 25 ans ; les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque tranche d'âge.
- 5) Les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque sexe.



## FINANCES PUBLIQUES

### 6.1 Recettes, dépenses et déficit/excédent <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

#### 1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes									Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires <sup>2)</sup>	
		Impôts directs			Impôts indirects		Cotisations sociales			Cessions	Impôts en capital			
		Ménages	Sociétés	Perçus par les institutions de l'UE	Employeurs	Salariés								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,8
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,9	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,6	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6
2010	44,8	44,6	11,6	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,5
2011	45,4	45,0	11,9	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,6	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,7	2,6	0,2	0,3	41,8

#### 2. Zone euro – dépenses

	Total	Dépenses courantes							Dépenses en capital			Pour mémoire : dépenses primaires <sup>3)</sup>		
		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Subventions		Investissements	Transferts en capital	Effectués par les institutions de l'UE			
							Préstations sociales	Versées par les institutions de l'UE						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,0
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,1	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	46,0	10,6	5,5	3,0	26,8	23,9	1,7	0,4	3,5	2,3	1,2	0,0	46,5
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,1	24,3	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8

#### 3. Zone euro – déficit/excédent, déficit/excédent primaire et consommation des administrations publiques

	Total	Déficit (-)/excédent (+)					Déficit (-)/ excédent (+) primaire	Consommation des administrations publiques <sup>4)</sup>						Consommation collective	Consommation individuelle
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	Total		Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Transferts en nature du secteur productif	Consommation de capital fixe	Cessions (néгатif)			
													7		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3	
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5	
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5	
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	1,9	2,3	8,0	12,7	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,8	
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,1	10,9	5,7	5,9	2,1	2,6	8,4	13,6	
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,4	
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4	

#### 4. Pays de la zone euro – déficit (-)/excédent (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,7	-15,7	-11,1	-7,5	-5,5	-6,1	-9,8	-0,7	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,3	-8,0	-2,5
2010	-3,7	-4,2	0,2	-30,6	-10,7	-9,6	-7,1	-4,5	-5,3	-8,1	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,1	-13,1	-9,5	-9,6	-5,3	-3,8	-6,3	-3,6	0,1	-2,8	-4,3	-2,5	-4,3	-6,3	-5,1	-0,7
2012	-4,0	0,1	-0,2	-8,2	-9,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,4	-1,3	-0,6	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-3,8	-4,5	-1,8

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives au déficit/l'excédent des pays.

- Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations faisant intervenir le budget de l'UE sont incluses et consolidées. Les opérations entre administrations des États membres ne sont pas consolidées.
- Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.
- Comprend les dépenses totales moins le service de la dette.
- Correspond aux dépenses de consommation finale (P.3) des administrations publiques dans le SEC 95.
- Y compris les règlements opérés dans le cadre de *swaps* et de contrats de garantie de taux.



**6.2 Dette <sup>1)</sup>**  
(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 <sup>2)</sup>				Autres créanciers <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3	40,5	24,4	10,6	5,6	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,7	24,5	11,4	6,8	44,6
2012	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0	45,6	26,5	12,6	6,5	45,1

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

	Total	Émis par <sup>4)</sup>				Échéance			Durée résiduelle			Devises	
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	≤ à 1 an	> à 1 an	Taux d'intérêt variable	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,7	55,4	6,5	5,3	1,4	7,3	61,4	4,3	14,3	24,2	30,1	68,0	0,7
2007	66,4	53,5	6,3	5,3	1,4	7,1	59,2	4,2	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,2	56,9	6,7	5,3	1,3	10,0	60,2	4,9	17,7	23,5	29,1	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	68,0	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,4	69,3	8,4	5,9	1,9	13,0	72,4	5,1	21,2	29,3	34,9	84,2	1,2
2011	87,3	70,7	8,5	5,9	2,2	12,6	74,7	6,1	20,8	30,4	36,1	85,6	1,7
2012	90,6	73,6	8,8	6,0	2,3	11,7	78,9	7,3	20,0	32,2	38,4	88,7	2,0

**3. Pays de la zone euro**

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2009	95,7	74,5	7,1	64,4	129,7	54,0	79,2	116,4	58,5	36,9	15,5	66,5	60,8	69,2	83,7	35,2	35,6	43,5
2010	95,7	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,4	119,3	61,3	44,4	19,5	66,8	63,4	72,3	94,0	38,7	41,0	48,7
2011	98,0	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	85,8	120,7	71,5	41,9	18,7	69,5	65,7	72,8	108,2	47,1	43,4	49,2
2012	99,8	81,0	9,8	117,4	156,9	86,0	90,2	127,0	86,6	40,6	21,7	71,3	71,3	74,0	124,1	54,4	52,4	53,6

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives à la dette des différents pays.

- 1) Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les différents secteurs. Les avoirs des administrations publiques non résidentes ne sont pas consolidés. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés. Les données sont en partie des estimations.
- 2) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 3) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 4) Hors dette émise par l'administration d'un État et détenue par les APU de cet État.

## 6.3 Variation de la dette <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

### 1. Zone euro – par origine, instruments financiers et secteurs détenteurs

	Total	Origine de la variation			Instruments financiers				Secteurs détenteurs			Autres créanciers <sup>6)</sup>
		Besoin de financement <sup>2)</sup>	Effets de valorisation <sup>3)</sup>	Autres variations de volume <sup>4)</sup>	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers nationaux <sup>5)</sup>	IFM	Autres institutions financières	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,6	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,3	0,8	1,1	0,9
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,2	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7

### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/excédent (+)	Ajustement dette-déficit <sup>7)</sup>										Autres <sup>8)</sup>	
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques						Effets de valorisation	Effets de volume			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres <sup>9)</sup>	Actions et autres titres de participation	Privatisations					Dotations en capital
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,3	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	3,9	-3,7	0,2	1,3	0,2	0,5	0,0	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,3

Source : BCE.

- Les données sont en partie des estimations. La variation annuelle de la dette nominale brute consolidée est exprimée en pourcentage du PIB, soit  $[dette(t) - dette(t-1)] / PIB(t)$ . Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.
- Le besoin de financement est, par définition, égal au flux de la dette.
- 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).
- Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances.
- Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- Écart entre la variation annuelle de la dette nominale brute consolidée et le déficit en pourcentage du PIB.
- Comprend principalement les opérations sur d'autres actifs et passifs (crédits commerciaux, autres comptes à recevoir/comptes à payer et produits financiers dérivés).
- Hors produits financiers dérivés.

**6.4 Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels <sup>1)</sup>**  
(en pourcentage du PIB)

**1. Zone euro – recettes trimestrielles**

		Total	Recettes courantes					Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires <sup>2)</sup>	
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales	Cessions	Revenus de la propriété	Impôts en capital			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	T3	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
	T4	49,1	48,6	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008	T1	42,5	42,2	10,9	12,4	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
	T2	45,3	44,9	12,9	12,3	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
	T3	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
	T4	48,7	48,2	13,9	13,3	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009	T1	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
	T2	45,3	44,8	11,9	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
	T3	42,9	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
	T4	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010	T1	42,5	42,3	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,3
	T2	45,2	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
	T3	43,1	42,7	10,9	12,5	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
	T4	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,0
2011	T1	43,2	42,9	10,7	12,6	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,9
	T2	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
	T3	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
	T4	49,0	47,9	13,4	13,1	16,7	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012	T1	43,7	43,5	11,0	12,8	15,4	2,5	1,0	0,3	0,2	39,4
	T2	46,2	45,9	12,6	12,8	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,4
	T3	44,7	44,3	11,9	12,7	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
	T4	50,2	49,5	14,1	13,6	17,0	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013	T1	44,3	44,1	11,3	12,8	15,7	2,5	1,0	0,3	0,3	40,0
	T2	47,5	47,0	13,3	13,0	15,7	2,6	1,4	0,5	0,4	42,4
	T3	45,2	44,7	12,2	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,8

**2. Zone euro – dépenses et déficit/excédent trimestriels**

		Total	Dépenses courantes						Dépenses en capital		Déficit (-)/ Excédent (+)	Déficit (-)/ excédent (+) primaire		
			Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants		Investissements	Transferts en capital				
							6	7			8			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	T3	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,6	1,2	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
	T4	49,3	44,8	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008	T1	45,4	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
	T2	46,0	42,4	10,3	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
	T3	45,8	42,1	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
	T4	51,3	46,8	11,3	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,6	-2,6	0,3
2009	T1	49,3	45,5	10,7	5,1	2,8	27,0	23,0	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
	T2	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
	T3	50,1	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
	T4	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010	T1	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	28,0	23,7	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,2
	T2	49,7	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,4	-1,5
	T3	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,9	23,2	1,3	5,3	2,6	2,7	-7,4	-4,7
	T4	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,7	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011	T1	48,5	45,3	10,3	5,0	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,3	-2,4
	T2	48,6	45,3	10,7	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,3	0,0
	T3	48,0	44,5	10,1	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,5
	T4	52,8	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,7	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012	T1	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	2,0	0,8	-4,3	-1,4
	T2	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
	T3	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,6	2,2	1,3	-3,7	-0,9
	T4	53,9	48,9	11,1	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,1	2,3	2,8	-3,8	-0,6
2013	T1	48,9	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,6	-1,7
	T2	49,6	46,2	10,5	5,3	3,1	27,2	23,6	1,2	3,5	2,0	1,4	-2,1	1,0
	T3	48,6	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,6	1,2	3,3	2,2	1,1	-3,4	-0,5

Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales.

- Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations entre le budget de l'UE et les entités n'appartenant pas au secteur des administrations publiques ne sont pas incluses. Autrement, et hormis les différents délais de transmission des données, les données trimestrielles sont cohérentes avec les données annuelles.
- Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

## 6.5 Dette trimestrielle et variation de la dette <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

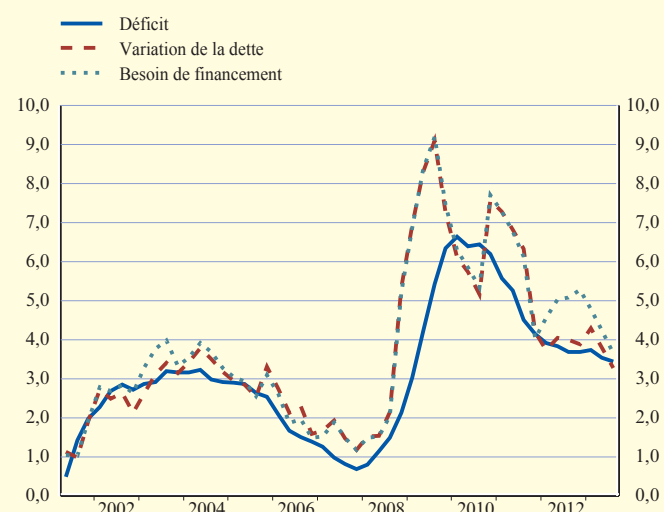
### 1. Zone euro – dette au sens de Maastricht par instruments financiers

	Total 1	Instruments financiers			
		Monnaie fiduciaire et dépôts 2	Prêts 3	Titres à court terme 4	Titres à long terme 5
2010 T4	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3
2011 T1	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2
T2	87,2	2,4	14,9	7,5	62,3
T3	86,8	2,4	15,1	7,8	61,4
T4	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1
2012 T1	88,2	2,5	15,8	7,6	62,3
T2	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4
T3	90,0	2,5	16,5	7,2	63,7
T4	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0
2013 T1	92,3	2,6	16,9	7,1	65,8
T2	93,4	2,5	16,9	6,9	67,1
T3	92,7	2,5	16,6	6,9	66,6

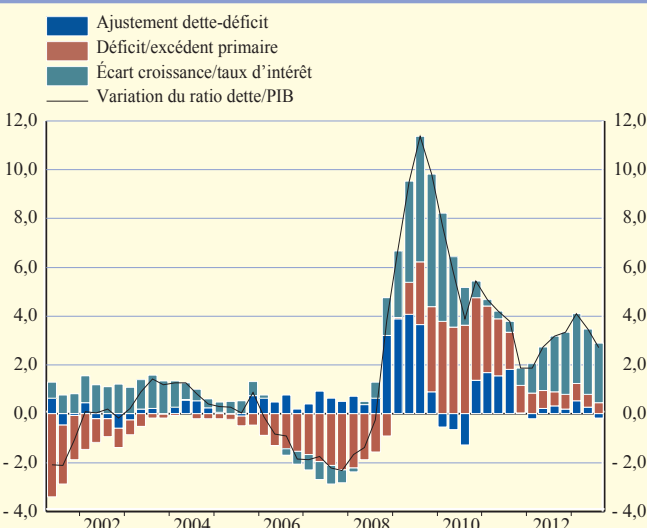
### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette 1	Déficit (-)/ excédent (+) 2	Ajustement dette-déficit								Pour mémoire : besoin de financement 11
			Total 3	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques					Effets de valorisation et autres variations en volume 9	Autres 10	
				Total 4	Monnaie fiduciaire et dépôts 5	Prêts 6	Titres 7	Actions et autres titres de participation 8			
2010 T4	11,6	-5,2	6,4	5,7	-0,4	1,7	4,4	0,0	0,0	0,8	11,6
2011 T1	6,9	-5,3	1,6	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,8	6,7
T2	5,9	-3,3	2,6	2,5	2,8	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,0	5,8
T3	0,9	-4,3	-3,4	-3,7	-3,6	-0,5	0,2	0,2	0,5	-0,2	0,4
T4	3,2	-3,8	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	3,4
2012 T1	5,0	-4,3	0,6	3,5	4,2	-0,2	-0,6	0,0	-3,8	0,9	8,7
T2	7,1	-2,9	4,2	3,9	1,6	0,9	0,6	0,7	-0,5	0,9	7,7
T3	0,7	-3,7	-3,0	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,1	-1,0	0,6
T4	2,8	-3,8	-1,0	-0,4	-2,7	0,4	0,4	1,5	-1,4	0,7	4,1
2013 T1	6,6	-4,6	2,1	1,8	1,6	0,0	-0,2	0,5	-0,1	0,3	6,7
T2	5,2	-2,1	3,1	3,4	3,3	0,3	0,0	-0,2	-0,3	0,1	5,5
T3	-1,4	-3,4	-4,8	-4,5	-3,4	-0,8	0,0	-0,3	0,3	-0,6	-1,7

### G30 Déficit, besoin de financement et variation de la dette (somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)



### G31 Dette au sens de Maastricht (variation annuelle du ratio dette/PIB et des facteurs sous-jacents)



Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales.

1) Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.



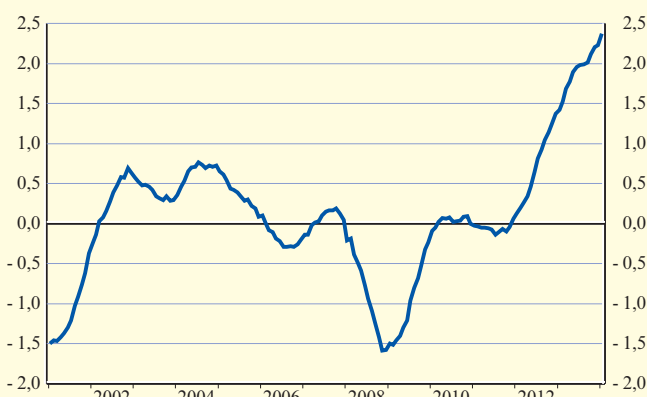
# BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

## 7.1 État récapitulatif de la balance des paiements <sup>1)</sup> (flux nets en milliards d'euros)

	Compte de transactions courantes					Compte de capital	Capacité/ besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (colonnes 1 + 6)	Compte financier						Erreurs et omissions
	Total	Biens	Services	Revenus	Transferts courants			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Produits financiers dérivés	Autres investissements	Avoirs de réserve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	7,9	0,6	73,8	39,3	-105,7	11,5	19,4	-44,6	-84,8	231,4	-5,2	-175,6	-10,3	25,2
2012	125,3	92,6	89,9	48,9	-106,1	5,6	130,9	-140,2	-3,1	75,1	3,5	-201,7	-13,9	9,3
2013	210,2	170,2	107,3	59,6	-126,8	18,7	228,9	-229,1	-105,8	147,5	14,8	-281,3	-4,3	0,1
2012 T4	61,7	34,5	22,4	18,7	-13,8	6,4	68,2	-100,1	-27,4	75,6	25,5	-171,0	-2,8	31,9
2013 T1	24,4	30,1	17,9	18,5	-42,0	1,9	26,4	-22,2	-23,9	16,4	8,4	-23,0	0,0	-4,2
2013 T2	55,7	50,5	29,1	6,7	-30,5	5,6	61,3	-59,1	-55,5	67,1	-0,5	-68,9	-1,2	-2,2
2013 T3	48,3	38,7	31,7	12,6	-34,6	4,7	53,0	-52,8	-27,6	12,9	5,6	-40,9	-2,9	-0,2
2013 T4	81,8	50,9	28,6	21,9	-19,7	6,5	88,3	-95,0	1,3	51,2	1,4	-148,5	-0,3	6,7
2013 Janvier	-6,9	-2,9	4,6	4,7	-13,3	0,1	-6,8	6,2	-10,8	25,6	4,6	-8,4	-4,8	0,6
2013 Février	9,0	11,0	6,1	7,7	-15,8	1,1	10,1	-10,1	2,2	-14,0	2,7	-3,6	2,6	0,0
2013 Mars	22,4	21,9	7,2	6,1	-12,9	0,7	23,0	-18,3	-15,3	4,8	1,0	-11,0	2,3	-4,8
2013 Avril	14,6	16,1	8,1	1,1	-10,7	1,8	16,4	-20,4	-18,0	-0,2	-5,8	3,6	0,0	4,0
2013 Mai	11,2	16,7	9,0	-4,8	-9,7	2,7	13,9	-13,1	-17,0	37,9	-8,2	-25,2	-0,6	-0,8
2013 Juin	29,9	17,7	12,0	10,4	-10,2	1,1	31,0	-25,6	-20,5	29,4	13,5	-47,3	-0,6	-5,4
2013 Juillet	23,7	18,5	12,4	4,5	-11,7	2,6	26,3	-24,4	8,0	-29,2	-2,7	-0,7	0,2	-1,9
2013 Août	10,1	6,9	8,0	6,9	-11,7	1,6	11,7	-8,6	-0,9	19,9	6,5	-32,2	-2,0	-3,0
2013 Septembre	14,5	13,3	11,3	1,3	-11,2	0,5	15,1	-19,8	-34,6	22,2	1,7	-7,9	-1,1	4,7
2013 Octobre	26,5	19,0	10,1	6,1	-8,7	2,4	28,9	-27,2	-1,6	3,1	2,8	-32,3	0,9	-1,7
2013 Novembre	27,1	18,7	7,7	6,3	-5,6	1,8	28,8	-29,1	-11,7	52,3	-4,9	-65,0	0,2	0,2
2013 Décembre	28,2	13,2	10,9	9,5	-5,4	2,4	30,6	-38,7	14,6	-4,2	3,4	-51,2	-1,3	8,1
2014 Janvier	6,4	1,0	8,7	6,7	-10,0	0,4	6,8	-3,6	-4,7	16,9	-1,4	-11,7	-2,7	-3,2
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2014 Janvier	223,5	174,0	111,4	61,6	-123,5	19,0	242,5	-238,8	-99,6	138,8	8,8	-284,6	-2,3	-3,7
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2014 Janvier	2,3	1,8	1,2	0,6	-1,3	0,2	2,5	-2,5	-1,0	1,4	0,1	-3,0	0,0	0,0

**G32 Balance des paiements de la zone euro :  
compte de transactions courantes**  
(données cvs ; flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)

— Solde du compte de transactions courantes

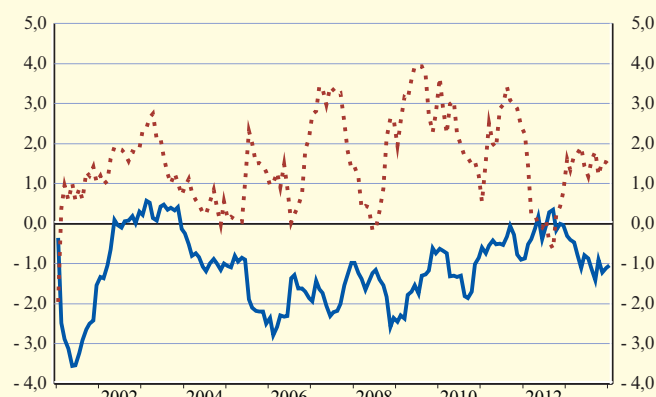


Source : BCE.

1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.

**G33 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

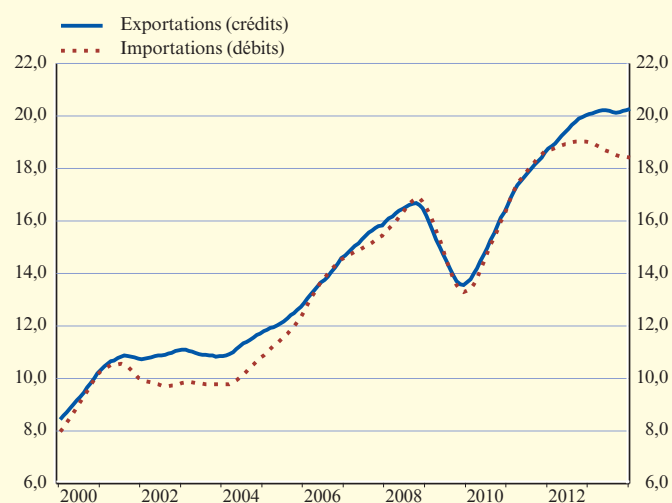


## 7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

### 1. État récapitulatif du compte de transactions courantes et du compte de capital

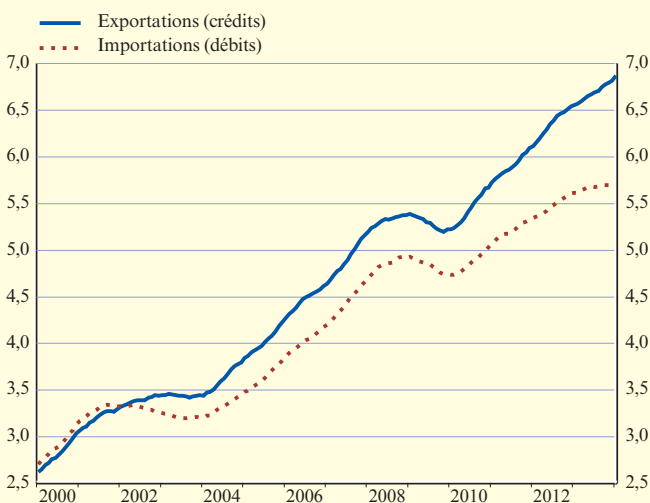
	Compte de transactions courantes											Compte de capital			
	Total			Biens		Services		Revenus		Transferts courants				Crédit	Débit
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Transferts de fonds des travailleurs migrants	Débit	Transferts de fonds des travailleurs migrants		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2011	3 022,3	3 014,4	7,9	1 790,3	1 789,8	585,7	511,9	550,4	511,1	95,9	6,5	201,6	27,1	25,6	14,2
2012	3 183,7	3 058,4	125,3	1 921,1	1 828,5	628,2	538,3	535,9	487,0	98,4	6,8	204,6	26,0	29,4	23,8
2013	3 198,8	2 988,6	210,2	1 936,9	1 766,8	654,1	546,8	511,1	451,5	96,6	.	223,5	.	30,0	11,3
2012 T4	817,9	756,1	61,7	490,0	455,6	162,3	139,8	132,0	113,3	33,6	1,7	47,5	6,7	10,9	4,5
2013 T1	766,3	741,8	24,4	470,9	440,8	145,3	127,4	122,1	103,6	28,1	1,6	70,0	5,9	6,1	4,2
T2	814,5	758,8	55,7	490,0	439,5	164,8	135,8	139,3	132,6	20,4	1,9	50,9	6,1	7,9	2,3
T3	799,5	751,2	48,3	479,5	440,8	175,3	143,6	127,0	114,4	17,7	1,8	52,4	6,4	6,7	2,0
T4	818,6	736,8	81,8	496,6	445,7	168,7	140,0	122,8	100,9	30,5	.	50,2	.	9,4	2,9
2013 Novembre	265,8	238,8	27,1	166,4	147,7	52,1	44,4	38,9	32,6	8,5	-	14,1	-	2,3	0,5
Décembre	275,2	247,0	28,2	154,0	140,7	59,8	48,9	45,8	36,3	15,7	-	21,1	-	4,1	1,8
2014 Janvier	253,9	247,6	6,4	152,3	151,3	52,5	43,8	38,6	31,9	10,5	-	20,5	-	1,1	0,7
	<i>données cvs</i>														
2013 T2	805,4	748,6	56,8	486,4	439,7	164,0	138,1	130,8	114,6	24,2	-	56,2	-	-	-
T3	798,6	752,3	46,2	479,9	441,1	165,0	137,5	129,0	117,5	24,7	-	56,1	-	-	-
T4	805,8	742,4	63,4	492,5	444,9	166,1	137,2	123,4	106,4	23,8	-	53,9	-	-	-
2013 Novembre	269,8	247,1	22,7	165,1	147,8	55,2	45,7	41,7	36,2	7,9	-	17,4	-	-	-
Décembre	269,0	249,0	20,0	164,3	149,8	55,9	46,3	40,7	33,6	8,0	-	19,2	-	-	-
2014 Janvier	271,2	245,9	25,3	164,0	148,0	57,1	45,3	41,7	34,9	8,4	-	17,7	-	-	-
	<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2014 Janvier	3 212,2	2 984,4	227,9	1 945,1	1 767,7	659,3	548,1	509,9	448,8	97,8	-	219,8	-	-	-
	<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2014 Janvier	33,4	31,1	2,4	20,2	18,4	6,9	5,7	5,3	4,7	1,0	-	2,3	-	-	-

### G34 Balance des paiements de la zone euro : biens (données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

### G35 Balance des paiements de la zone euro : services (données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



**7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital**  
(en milliards d'euros)

**2. Revenus**  
(flux)

	Rémunération des salariés		Revenus d'investissements													
	Crédit	Débit	Total		Investissements directs						Investissements de portefeuille				Autres investissements	
			Crédit	Débit	Actions			Titres de créance			Actions		Titres de créance		Crédit	Débit
					Crédit	Débit	Bénéfices réinvestis	Crédit	Débit	Bénéfices réinvestis	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	25,4	12,4	472,7	447,9	247,0	47,1	153,7	45,9	23,3	24,3	28,8	83,8	95,7	120,9	77,8	65,1
2011	27,5	12,8	522,9	498,3	271,7	38,1	171,8	58,4	40,2	35,1	36,2	98,6	97,4	124,2	77,3	68,7
2012	29,2	13,3	506,8	473,8	251,4	49,7	155,8	16,4	44,4	38,2	43,0	104,1	99,3	117,0	68,8	58,6
2012 T3	7,2	4,0	124,3	110,3	61,0	17,4	37,8	12,5	11,3	9,0	10,0	20,4	25,2	29,2	16,8	13,9
T4	7,6	3,3	124,4	110,0	63,9	6,2	37,6	-15,0	11,5	10,5	8,0	20,3	24,8	27,9	16,1	13,8
2013 T1	7,2	2,5	114,9	101,1	57,4	24,0	34,4	15,4	9,9	7,9	7,5	17,5	24,6	28,6	15,4	12,7
T2	7,5	3,5	131,9	129,1	64,5	2,9	33,7	0,7	10,1	7,7	14,5	45,2	25,1	28,3	17,5	14,2
T3	7,3	4,0	119,6	110,3	58,1	17,4	37,2	14,6	10,1	9,4	12,2	24,3	24,8	27,7	14,4	11,7

**3. Ventilation géographique**  
(flux cumulés)

	Total	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro						Brésil	Canada	Chine	Inde	Japon	Russie	Suisse	États-Unis	Autres pays
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE									
T4 2012 à T3 2013	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Crédit</b>																
<b>Compte de transactions courantes</b>	3 198,1	1 012,3	55,6	97,7	483,5	312,5	63,0	64,9	46,7	155,2	39,3	68,6	126,0	251,5	426,8	1 006,9
Biens	1 930,3	601,6	36,2	58,3	260,7	246,2	0,2	34,1	24,2	118,5	28,6	43,8	89,0	131,0	223,3	636,2
Services	647,7	199,0	12,8	20,0	123,4	36,1	6,8	10,8	11,0	23,3	8,0	14,6	21,9	62,3	97,6	199,1
Revenus	520,3	147,8	5,6	17,2	87,6	27,1	10,2	19,5	10,8	12,7	2,5	9,4	14,2	48,4	99,8	155,3
Revenus d'investissements	490,7	139,8	4,8	17,1	85,8	26,3	5,8	19,5	10,7	12,6	2,4	9,4	14,1	33,1	98,4	150,7
Transferts courants	99,8	63,9	1,0	2,2	11,7	3,2	45,9	0,5	0,8	0,7	0,2	0,7	0,8	9,8	6,0	16,2
<b>Compte de capital</b>	31,6	27,5	0,0	0,0	1,3	0,4	25,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,0	0,4	2,4
<b>Débit</b>																
<b>Compte de transactions courantes</b>	3 007,9	960,1	54,0	93,7	407,8	287,0	117,7	39,3	29,2	-	35,8	91,4	157,6	209,8	395,5	-
Biens	1 776,6	508,6	30,7	51,7	197,3	228,9	0,0	26,7	14,0	195,8	26,7	43,7	141,2	104,9	148,0	567,0
Services	546,6	160,0	8,9	15,4	92,4	42,9	0,3	5,4	7,2	16,1	7,3	9,2	11,1	50,2	109,5	170,5
Revenus	463,9	158,2	13,1	24,8	106,0	9,6	4,6	5,9	5,9	-	0,9	37,8	4,2	44,9	131,7	-
Revenus d'investissements	450,5	151,2	13,0	24,7	104,5	4,3	4,6	5,8	5,7	-	0,7	37,7	4,1	44,5	130,7	-
Transferts courants	220,8	133,3	1,2	1,8	12,0	5,7	112,7	1,3	2,1	3,2	0,9	0,7	1,0	9,7	6,2	62,2
<b>Compte de capital</b>	13,0	3,9	0,1	0,1	3,1	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,7	1,1	6,3
<b>Net</b>																
<b>Compte de transactions courantes</b>	190,2	52,2	1,6	4,0	75,7	25,5	-54,7	25,6	17,5	-	3,5	-22,9	-31,6	41,7	31,3	-
Biens	153,7	93,0	5,5	6,6	63,4	17,3	0,2	7,4	10,2	-77,3	2,0	0,2	-52,2	26,1	75,3	69,2
Services	101,1	39,0	3,8	4,5	31,0	-6,8	6,4	5,4	3,8	7,2	0,7	5,4	10,8	12,0	-11,9	28,7
Revenus	56,4	-10,4	-7,5	-7,6	-18,4	17,5	5,6	13,7	4,8	-	1,6	-28,4	10,0	3,5	-31,9	-
Revenus d'investissements	40,2	-11,4	-8,2	-7,6	-18,7	21,9	1,2	13,7	4,9	-	1,7	-28,3	10,1	-11,4	-32,3	-
Transferts courants	-121,0	-69,4	-0,2	0,4	-0,3	-2,5	-66,8	-0,8	-1,2	-2,5	-0,7	0,0	-0,2	0,1	-0,2	-46,0
<b>Compte de capital</b>	18,6	23,5	0,0	0,0	-1,8	0,0	25,4	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,6	-3,9

Source : BCE.



## 7.3 Compte financier

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

### 1. État récapitulatif du compte financier

	Total <sup>1)</sup>			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés nets	Autres investissements		Avoirs de réserve
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Encours (position extérieure)</b>														
2010	15 198,0	16 495,2	1 297,3	165,5	179,6	-14,1	4 928,8	3 895,5	4 901,4	7 471,6	-31,3	4 807,9	5 128,2	591,2
2011	15 905,0	17 369,7	-1 464,7	168,4	183,9	-15,5	5 631,5	4 344,6	4 751,0	7 721,7	-29,9	4 885,4	5 303,3	667,1
2012	16 649,4	17 922,0	-1 272,6	175,2	188,5	-13,4	5 879,6	4 450,2	5 264,9	8 378,2	-17,7	4 833,3	5 093,6	689,4
2013 T1	17 097,6	18 287,0	-1 189,4	179,9	192,5	-12,5	5 956,0	4 507,5	5 534,9	8 626,9	-28,3	4 947,1	5 152,5	687,8
T2	16 899,2	18 218,0	-1 318,8	177,4	191,2	-13,8	6 144,2	4 639,2	5 368,5	8 554,3	-47,8	4 869,9	5 024,4	564,3
T3	16 834,9	18 125,7	-1 290,8	176,0	189,5	-13,5	6 067,6	4 603,0	5 463,6	8 687,9	-40,8	4 757,7	4 834,8	586,8
<b>Variation des encours</b>														
2009	497,5	389,8	107,7	5,6	4,4	1,2	496,3	272,4	513,3	899,9	-1,1	-599,5	-782,5	88,4
2010	1 452,7	1 308,3	144,4	15,8	14,2	1,6	518,3	401,7	557,8	625,4	-29,9	277,6	281,2	128,8
2011	707,0	874,4	-167,4	7,5	9,3	-1,8	702,7	449,1	-150,4	250,1	1,4	77,5	175,2	75,9
2012	744,4	552,3	192,1	7,8	5,8	2,0	248,2	105,6	513,9	656,5	12,2	-52,2	-209,8	22,3
2013 T2	-198,4	-69,0	-129,4	-8,3	-2,9	-5,4	188,2	131,7	-166,4	-72,6	-19,5	-77,2	-128,1	-123,5
T3	-64,3	-92,2	28,0	-2,7	-3,8	1,2	-76,6	-36,2	95,0	133,5	7,0	-112,2	-189,6	22,4
<b>Flux</b>														
2010	649,4	654,9	-5,5	7,1	7,1	-0,1	352,5	273,7	131,9	241,8	-10,1	164,7	139,5	10,5
2011	671,8	627,2	44,6	7,1	6,6	0,5	524,7	439,8	-53,1	178,3	5,2	184,7	9,1	10,3
2012	522,5	382,3	140,2	5,5	4,0	1,5	329,9	326,8	186,2	261,3	-3,5	-4,1	-205,8	13,9
2013	290,0	60,9	229,1	3,0	0,6	2,4	191,4	85,6	222,2	369,8	-14,8	-113,2	-394,5	4,3
2013 T2	27,5	-31,5	59,1	1,1	-1,3	2,5	61,9	6,4	21,8	88,9	0,5	-57,9	-126,8	1,2
T3	-12,1	-64,9	52,8	-0,5	-2,7	2,2	31,8	4,2	63,6	76,5	-5,6	-104,8	-145,6	2,9
T4	72,7	-22,3	95,0	2,9	-0,9	3,9	40,9	42,2	32,4	83,6	-1,4	0,5	-148,0	0,3
2013 Septembre	-18,9	-38,7	19,8	-	-	-	4,8	-29,9	39,6	61,8	-1,7	-62,7	-70,6	1,1
Octobre	88,8	61,6	27,2	-	-	-	21,8	20,1	6,5	9,6	-2,8	64,1	31,8	-0,9
Novembre	67,1	38,0	29,1	-	-	-	19,8	8,0	13,2	65,5	4,9	29,4	-35,5	-0,2
Décembre	-83,1	-121,9	38,7	-	-	-	-0,6	14,0	12,7	8,4	-3,4	-93,1	-144,3	1,3
2014 Janvier	168,4	164,8	3,6	-	-	-	18,9	14,2	17,3	34,1	1,4	128,2	116,5	2,7
<b>Autres variations</b>														
2009	585,8	464,8	121,0	6,6	5,2	1,4	144,0	-13,7	417,2	557,1	18,3	-86,7	-78,7	93,0
2010	803,3	653,4	149,9	8,7	7,1	1,6	165,8	128,0	425,9	383,6	-19,8	113,0	141,8	118,3
2011	35,2	247,2	-212,0	0,4	2,6	-2,2	178,0	9,3	-97,3	71,9	-3,9	-107,2	166,0	65,6
2012	221,9	170,0	51,9	2,3	1,8	0,5	-81,7	-221,2	327,7	395,2	15,7	-48,1	-4,0	8,4
<b>Autres variations résultant des évolutions de taux de change</b>														
2009	-49,2	-55,9	6,7	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,4	.	-11,5	-27,2	-2,7
2010	477,6	324,2	153,5	5,2	3,5	1,7	143,4	34,4	160,0	128,2	.	161,0	161,5	13,3
2011	214,2	176,7	37,5	2,3	1,9	0,4	70,7	18,4	72,8	67,1	.	63,2	91,3	7,5
2012	-86,6	-91,5	4,9	-0,9	-1,0	0,1	-22,0	-5,6	-41,3	-37,5	.	-16,7	-48,3	-6,6
<b>Autres variations résultant des évolutions de prix</b>														
2009	635,0	491,2	143,9	7,1	5,5	1,6	147,5	29,4	423,6	461,8	18,2	.	.	45,8
2010	300,9	148,1	152,8	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	149,0	-19,4	.	.	101,7
2011	-116,5	-249,2	132,7	-1,2	-2,6	1,4	-38,1	7,1	-133,7	-256,3	-3,9	.	.	59,3
2012	266,1	588,6	-322,5	2,8	6,2	-3,4	38,8	-6,4	194,7	594,9	15,7	.	.	16,9
<b>Autres variations résultant d'autres ajustements</b>														
2009	-1,5	30,2	-31,7	0,0	0,3	-0,4	0,9	-48,4	23,5	130,0	.	-75,6	-51,4	49,7
2010	24,8	181,4	-156,5	0,3	2,0	-1,7	-11,0	94,6	80,4	106,7	.	-47,9	-19,9	3,4
2011	-59,4	320,1	-379,5	-0,6	3,4	-4,0	146,0	-16,0	-33,8	261,7	.	-170,4	74,5	-1,2
2012	42,5	-326,8	369,3	0,4	-3,4	3,9	-98,6	-209,2	174,3	-162,1	.	-31,3	44,6	-1,9
<b>Taux de croissance des encours</b>														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,9	8,9	2,4	5,6	.	-10,0	-12,5	-1,3
2010	4,6	4,2	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,4	.	3,6	2,8	2,0
2011	4,5	3,8	-	.	.	.	10,7	11,3	-1,2	2,4	.	4,0	0,2	1,6
2012	3,3	2,2	-	.	.	.	5,9	7,6	3,8	3,3	.	0,0	-3,9	2,0
2013 T2	2,1	0,7	-	.	.	.	4,9	4,7	4,8	4,7	.	-3,2	-8,6	0,6
T3	1,6	0,2	-	.	.	.	4,5	2,9	5,2	5,4	.	-4,8	-10,0	1,1
T4	1,7	0,3	.	.	.	.	3,2	1,9	4,2	4,4	.	-2,3	-7,7	0,7

Source : BCE.

1) Les produits financiers dérivés nets sont inclus dans les avoirs.

## 7.3 Compte financier

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

### 2. Investissements directs

	Des résidents à l'étranger							Des non-résidents dans la zone euro						
	Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)			Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)		
		Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM		Total	Dans les IFM	Dans les non-IFM	Total	Vers les IFM	Vers les non-IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Encours (position extérieure)</b>														
2011	5 631,5	4 228,1	283,1	3 945,0	1 403,3	13,3	1 390,1	4 344,6	3 093,0	101,6	2 991,4	1 251,6	11,3	1 240,3
2012	5 879,6	4 373,0	290,1	4 082,9	1 506,7	12,0	1 494,6	4 450,2	3 129,0	108,4	3 020,6	1 321,2	11,3	1 309,9
2013 T2	6 144,2	4 531,3	277,3	4 254,1	1 612,8	12,3	1 600,6	4 639,2	3 219,7	110,0	3 109,7	1 419,6	12,3	1 407,3
T3	6 067,6	4 485,0	276,4	4 208,7	1 582,6	12,2	1 570,4	4 603,0	3 203,1	110,5	3 092,7	1 399,9	12,0	1 387,9
<b>Flux</b>														
2010	352,5	232,9	23,4	209,5	119,6	1,1	118,5	273,7	293,5	10,9	282,6	-19,8	-5,8	-14,0
2011	524,7	444,8	26,6	418,2	79,9	-3,2	83,1	439,8	401,7	11,1	390,6	38,1	0,6	37,4
2012	329,9	190,0	-1,7	191,7	140,0	-0,3	140,3	326,8	246,5	8,4	238,1	80,3	0,1	80,3
2013 T2	61,9	4,1	2,6	1,5	57,8	-0,8	58,6	6,4	-38,4	1,0	-39,4	44,8	0,2	44,5
T3	31,8	44,2	2,5	41,7	-12,5	0,0	-12,5	4,2	10,5	1,9	8,6	-6,3	-0,1	-6,2
T4	40,9	34,9	3,6	31,3	6,1	0,2	5,9	42,2	33,7	2,7	30,9	8,5	0,4	8,1
2013 Septembre	4,8	27,0	1,3	25,7	-22,2	0,1	-22,3	-29,9	-20,4	0,5	-20,9	-9,5	-0,1	-9,4
Octobre	21,8	21,5	-0,2	21,6	0,3	0,0	0,3	20,1	19,1	0,4	18,7	1,1	-0,1	1,1
Novembre	19,8	9,0	0,9	8,1	10,7	-0,1	10,8	8,0	6,8	1,6	5,2	1,2	-0,2	1,4
Décembre	-0,6	4,4	2,8	1,6	-5,0	0,3	-5,2	14,0	7,8	0,7	7,1	6,2	0,6	5,6
2014 Janvier	18,9	13,0	-0,7	13,7	5,9	0,4	5,5	14,2	13,3	1,2	12,2	0,9	-3,1	4,0
<b>Taux de croissance</b>														
2011	10,7	11,6	9,9	11,8	7,4	-20,1	7,8	11,3	13,7	11,6	13,8	3,9	0,9	3,9
2012	5,9	4,5	-0,6	4,9	10,0	-2,5	10,2	7,6	8,1	8,3	8,1	6,4	0,4	6,5
2013 T2	4,9	3,0	0,9	3,1	10,7	5,2	10,7	4,7	5,8	7,7	5,7	2,1	19,7	1,9
T3	4,5	3,2	1,4	3,3	8,5	3,9	8,6	2,9	4,4	7,1	4,3	-0,7	1,9	-0,8
T4	3,2	2,9	2,8	2,9	4,2	4,5	4,2	1,9	2,0	8,5	1,8	1,7	10,3	1,6

### G36 Position extérieure de la zone euro

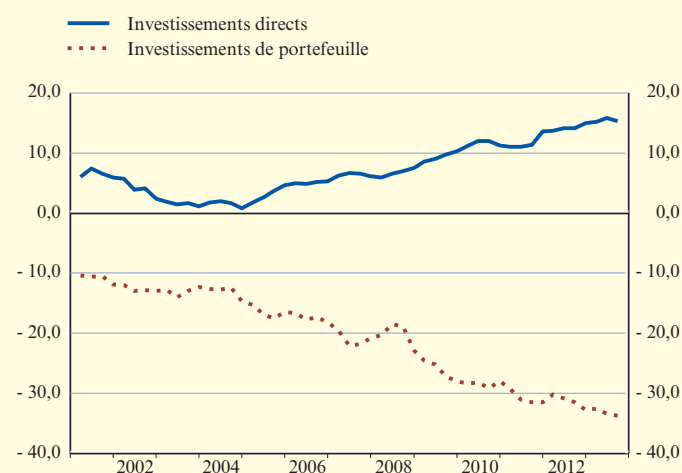
(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

### G37 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



## 7.3 Compte financier

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

### 3. Investissements de portefeuille : avoirs

	Total		Actions				Titres de créance									
	1	2	IFM	Non-IFM		Obligations			Instruments du marché monétaire							
				Euro-système	Administrations publiques	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM	Total	IFM	Euro-système	Non-IFM			
<b>Encours (position extérieure)</b>																
2011	4 751,0	1 693,8	59,3	2,6	1 634,5	39,4	2 587,4	721,4	16,1	1 865,9	96,0	469,8	302,5	58,8	167,4	0,5
2012	5 264,9	1 947,3	70,2	2,8	1 877,1	42,5	2 851,8	674,2	15,6	2 177,7	97,3	465,7	288,0	53,8	177,8	1,4
2013 T2	5 368,5	2 073,8	93,7	3,1	1 980,1	47,6	2 824,3	632,7	15,8	2 191,6	92,7	470,4	281,9	61,9	188,4	0,2
T3	5 463,6	2 171,5	114,2	3,1	2 057,3	48,5	2 825,9	618,4	16,4	2 207,4	91,3	466,2	289,7	58,4	176,5	0,1
<b>Flux</b>																
2010	131,9	75,3	-2,4	-0,7	77,7	1,9	101,1	-125,2	0,1	226,3	51,4	-44,6	-63,9	-10,6	19,3	-1,9
2011	-53,1	-66,0	-10,7	-0,2	-55,3	-7,3	-21,2	-60,5	0,1	39,3	-2,8	34,1	25,8	10,4	8,3	0,2
2012	186,2	57,6	3,0	0,1	54,6	0,2	126,3	-38,5	-1,0	164,7	-8,5	2,4	-18,0	2,3	20,3	0,1
2013 T2	21,8	13,9	3,8	0,0	10,1	0,8	8,8	-6,9	-0,6	15,7	-1,9	-0,9	-5,8	14,7	4,9	-0,3
T3	63,6	42,9	16,4	0,0	26,5	0,1	18,3	-13,0	0,7	31,4	-1,7	2,4	8,4	-2,4	-6,0	0,0
T4	32,4	16,9	7,4	0,3	9,5	.	6,2	-10,8	1,0	17,0	.	9,3	12,3	1,7	-2,9	.
2013 Septembre	39,6	28,1	10,3	0,0	17,8	-	7,6	-3,4	-0,1	10,9	-	3,9	3,6	0,2	0,3	-
Octobre	6,5	9,5	2,2	0,0	7,3	-	0,6	-2,7	-0,1	3,3	-	-3,6	-5,8	-5,4	2,3	-
Novembre	13,2	0,4	5,6	0,3	-5,2	-	9,2	-3,6	0,7	12,8	-	3,6	4,2	4,9	-0,6	-
Décembre	12,7	7,0	-0,4	0,0	7,4	-	-3,6	-4,5	0,4	0,9	-	9,3	13,9	2,3	-4,6	-
2014 Janvier	17,3	6,8	-1,3	0,0	8,0	-	2,7	3,2	0,1	-0,5	-	7,8	3,0	2,1	4,8	-
<b>Taux de croissance</b>																
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,8	-7,7	-0,2	2,2	-2,9	8,3	8,4	25,5	8,0	120,3
2012	3,8	3,1	5,0	3,0	3,1	0,1	4,8	-5,4	-6,3	8,6	-8,3	0,5	-5,5	3,7	12,3	29,8
2013 T2	4,8	7,6	47,4	5,2	6,3	15,5	4,2	-4,0	2,7	6,9	-4,7	-2,3	-7,8	50,9	7,8	-67,0
T3	5,2	9,5	73,3	5,8	7,4	13,0	3,6	-4,5	10,9	6,1	-6,4	-2,0	-4,1	37,6	2,0	-56,3
T4	4,2	6,9	56,1	16,1	5,0	.	2,4	-7,2	14,2	5,3	.	4,0	7,0	28,7	-0,9	.

### 4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total		Actions				Titres de créance									
	1	2	IFM	Non-IFM		Obligations			Instruments du marché monétaire							
				Administrations publiques	Administrations publiques	Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM					
<b>Encours (position extérieure)</b>																
2011	7 721,7	3 051,2	558,3	2 492,9	4 226,1	1 253,0	2 973,0	1 748,4	444,4	86,8	357,6	313,1				
2012	8 378,2	3 479,5	537,3	2 942,2	4 437,5	1 190,7	3 246,8	1 963,4	461,2	88,0	373,2	298,1				
2013 T2	8 554,3	3 607,9	500,4	3 107,5	4 454,5	1 150,0	3 304,4	2 003,9	492,0	111,8	380,2	306,6				
T3	8 687,9	3 769,3	534,6	3 234,6	4 397,6	1 107,5	3 290,1	1 991,8	521,0	127,7	393,3	321,8				
<b>Flux</b>																
2010	241,8	127,1	-16,9	144,1	160,4	49,8	110,6	187,3	-45,7	12,7	-58,4	-38,2				
2011	178,3	74,2	18,4	55,7	151,6	75,6	76,0	80,7	-47,5	2,1	-49,5	-37,7				
2012	261,3	145,9	-18,1	163,9	120,1	-55,6	175,6	161,8	-4,6	5,4	-10,0	-30,3				
2013 T2	88,9	83,7	-18,2	101,9	5,4	-23,6	29,0	18,6	-0,2	0,4	-0,6	-1,9				
T3	76,5	54,3	11,5	42,8	-16,7	-22,0	5,3	2,9	38,9	23,7	15,2	16,5				
T4	83,6	74,3	-1,5	75,8	73,5	14,4	59,0	.	-64,2	-25,4	-38,8	.				
2013 Septembre	61,8	19,8	-1,8	21,6	22,3	3,8	18,5	-	19,6	13,8	5,8	-				
Octobre	9,6	15,3	-7,9	23,1	13,5	11,3	2,2	-	-19,1	-6,6	-12,5	-				
Novembre	65,5	17,3	3,0	14,2	50,8	5,6	45,2	-	-2,6	-3,8	1,2	-				
Décembre	8,4	41,8	3,3	38,4	9,2	-2,4	11,6	-	-42,5	-15,0	-27,5	-				
2014 Janvier	34,1	11,2	9,6	1,6	-3,9	-7,2	3,3	-	26,9	23,4	3,5	-				
<b>Taux de croissance</b>																
2011	2,4	2,3	2,9	2,0	4,1	6,7	3,0	5,1	-9,2	8,3	-12,2	-11,1				
2012	3,3	4,5	-3,3	6,1	2,8	-4,5	5,9	9,2	-0,9	6,1	-2,6	-9,2				
2013 T2	4,7	7,7	-7,5	10,6	2,6	-2,9	4,7	7,3	3,3	12,7	1,0	-0,4				
T3	5,4	8,1	-4,7	10,6	1,5	-4,3	3,7	5,1	22,4	61,7	13,4	10,6				
T4	4,4	7,6	-3,1	9,5	2,0	-3,0	3,8	.	2,0	18,0	-1,9	.				

Source : BCE.

## 7.3 Compte financier

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

## 5. Autres investissements : avoirs

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Encours (position extérieure)</b>															
2011	4 885,4	36,2	35,5	0,7	3 069,9	3 008,1	61,8	162,5	6,8	116,1	30,2	1 616,8	248,5	1 173,6	495,9
2012	4 833,3	40,9	40,2	0,7	2 924,6	2 854,3	70,3	167,9	5,3	121,4	29,2	1 699,8	254,5	1 249,4	529,0
2013 T2	4 869,9	18,5	17,9	0,7	2 940,7	2 873,5	67,2	151,2	5,1	103,8	24,0	1 759,5	247,9	1 261,5	571,8
T3	4 757,7	25,2	24,5	0,7	2 848,3	2 764,2	84,2	148,7	5,0	101,9	22,7	1 735,5	245,9	1 237,6	560,5
<b>Flux</b>															
2010	164,7	-2,7	-2,6	0,0	11,6	2,8	8,9	41,2	-0,2	40,8	4,9	114,5	8,8	81,9	50,8
2011	184,7	-3,0	-3,1	0,1	51,6	21,7	29,9	4,3	-0,3	4,1	10,3	131,8	8,6	99,0	38,5
2012	-4,1	5,2	5,2	0,0	-121,9	-130,1	8,1	4,7	-1,5	6,4	-1,0	107,9	8,3	74,7	37,3
2013 T2	-57,9	-10,9	-10,9	0,0	12,1	14,4	-2,3	-4,6	0,0	-4,4	-0,2	-54,6	0,0	-58,2	-19,4
T3	-104,8	6,2	6,2	0,0	-71,5	-88,6	17,0	-1,8	-0,1	-1,8	-1,2	-37,7	-1,6	-36,7	-28,5
T4	0,5	-8,8	.	.	-14,2	.	.	6,3	.	.	4,6	17,2	.	.	22,2
2013 Septembre	-62,7	5,0	.	.	-47,7	.	.	0,4	.	.	0,4	-20,4	.	.	-16,2
Octobre	64,1	-4,6	.	.	76,8	.	.	1,8	.	.	2,1	-10,0	.	.	-9,9
Novembre	29,4	-5,2	.	.	5,7	.	.	5,2	.	.	4,1	23,8	.	.	22,3
Décembre	-93,1	1,0	.	.	-96,7	.	.	-0,7	.	.	-1,5	3,3	.	.	9,8
2014 Janvier	128,2	-3,3	.	.	134,0	.	.	-2,3	.	.	-0,2	-0,3	.	.	6,8
<b>Taux de croissance</b>															
2011	4,0	-6,1	-6,2	8,8	1,9	0,9	76,7	3,0	-3,3	4,1	51,5	8,3	4,0	8,0	9,0
2012	0,0	13,0	13,2	1,0	-3,9	-4,3	13,8	3,1	-22,2	5,8	-3,3	6,7	3,3	6,5	7,6
2013 T2	-3,2	-22,3	-23,0	3,4	-4,2	-4,2	-5,9	-3,7	-24,8	-4,8	-20,3	-1,0	-2,4	-3,2	3,7
T3	-4,8	-13,1	-13,4	3,3	-5,3	-5,7	8,8	1,1	-5,5	0,6	-9,5	-4,0	-0,7	-5,9	-2,4
T4	-2,3	-50,9	.	.	-2,1	.	.	-6,4	.	.	-6,6	-1,1	.	.	5,4

## 6. Autres investissements : engagements

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Encours (position extérieure)</b>															
2011	5 303,3	411,7	408,9	2,8	3 220,8	3 153,9	66,9	229,3	0,1	222,3	6,9	1 441,6	227,2	1 029,9	184,5
2012	5 093,6	427,3	426,4	0,9	2 972,0	2 889,3	82,8	231,5	0,1	223,8	7,5	1 462,8	229,6	996,8	236,4
2013 T2	5 024,4	374,2	372,8	1,4	2 862,3	2 799,0	63,3	227,1	0,1	220,3	6,6	1 560,8	229,2	1 058,6	273,0
T3	4 834,8	360,7	359,2	1,6	2 739,0	2 658,2	80,9	229,9	0,2	223,0	6,7	1 505,1	229,3	1 009,5	266,3
<b>Flux</b>															
2010	139,5	9,3	6,7	2,6	-9,2	-15,1	5,9	66,1	0,0	65,5	0,6	73,2	16,3	30,8	26,1
2011	9,1	134,8	135,0	-0,2	-290,0	-328,7	38,6	74,2	0,0	74,2	0,0	90,2	10,6	63,6	16,0
2012	-205,8	18,4	20,2	-1,8	-234,6	-251,7	17,2	2,6	0,0	1,5	1,0	7,8	7,4	-14,3	14,7
2013 T2	-126,8	-21,6	-22,1	0,5	-93,8	-76,0	-17,8	-0,3	0,0	-1,1	0,8	-11,1	-1,2	5,1	-15,0
T3	-145,6	-10,2	-10,3	0,2	-107,2	-124,7	17,4	4,5	0,0	4,2	0,3	-32,7	0,8	-36,3	2,8
T4	-148,0	-17,6	.	.	-125,8	.	.	-8,9	.	.	.	4,3	.	.	.
2013 Septembre	-70,6	-3,8	.	.	-57,7	.	.	2,9	.	.	.	-12,0	.	.	.
Octobre	31,8	-9,7	.	.	52,4	.	.	-3,7	.	.	.	-7,3	.	.	.
Novembre	-35,5	-9,4	.	.	-27,6	.	.	-0,6	.	.	.	2,0	.	.	.
Décembre	-144,3	1,4	.	.	-150,7	.	.	-4,6	.	.	.	9,5	.	.	.
2014 Janvier	116,5	-6,5	.	.	112,4	.	.	0,7	.	.	.	9,9	.	.	.
<b>Taux de croissance</b>															
2011	0,2	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,6	48,8	.	50,9	-0,6	7,6	5,2	7,4	11,0
2012	-3,9	4,7	5,2	.	-7,3	-8,0	25,8	1,1	.	0,7	15,6	0,5	3,2	-1,5	8,5
2013 T2	-8,6	-8,3	-8,3	.	-12,1	-12,0	-15,8	-5,3	.	-5,5	2,2	-1,7	0,1	-2,0	-1,7
T3	-10,0	-15,0	-15,1	.	-13,0	-13,4	2,8	-1,3	.	-1,4	3,3	-3,8	1,4	-4,3	-6,8
T4	-7,7	-18,5	.	.	-11,1	.	.	-2,4	.	.	.	1,3	.	.	.

Source : BCE.

## 7.3 Compte financier

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

### 7. Avoirs de réserve <sup>1)</sup>

	Avoirs de réserve													Pour mémoire			
	Total	Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises								Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme	Alloca-tions de DTS
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts		Titres				Produits financiers dérivés				
	Auprès des autorités monétaires et de la BRI			Auprès des banques	Total		Actions	Obliga-tions	Instru-ments du marché monétaire								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Encours (position extérieure)</b>																	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,0	422,1	346,846	54,0	30,2	160,8	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0
2013 T1	687,8	432,7	346,696	52,5	32,4	169,6	5,3	10,0	154,4	0,2	132,6	21,6	-0,1	0,6	31,2	-35,8	55,1
T2	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
T3	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
2014 Janvier	570,8	321,0	346,816	50,9	29,1	168,8	6,2	6,9	155,7	0,2	142,1	13,5	0,0	1,0	23,8	-34,0	53,5
Février	578,5	333,1	346,816	50,1	28,3	166,1	5,8	6,6	153,5	0,2	140,4	13,0	0,2	1,0	23,9	-32,6	52,8
<b>Flux</b>																	
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2011	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-
2012	13,9	0,0	-	-0,3	3,4	10,2	0,6	1,2	8,0	-0,4	-0,7	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013 T2	1,2	0,0	-	-0,3	-0,3	1,5	0,1	-1,8	3,5	0,0	6,4	-2,8	-0,2	0,2	-	-	-
T3	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-
T4	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Taux de croissance</b>																	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,5	-5,2	10,2	-24,6	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,0	0,0	-	-0,5	11,0	6,5	12,2	15,2	5,6	-53,5	-0,6	82,5	-	-	-	-	-
2013 T2	0,6	0,0	-	-0,9	2,4	2,0	-19,1	-1,6	3,4	-41,8	4,7	-4,5	-	-	-	-	-
T3	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,7	-13,6	22,4	6,0	0,0	6,9	-0,6	-	-	-	-	-
T4	0,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### 8. Dette extérieure brute

	Total	Par instruments					Par secteurs (hors investissements directs)				
		Prêts, monnaie fiduciaire et dépôts	Instruments du marché monétaire	Obligations	Crédits commerciaux	Autres engagements	Investissements directs : prêts intragroupes	Adminis-trations publiques	Eurosystème	IFM (hors Eurosystème)	Autres secteurs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours (position extérieure)</b>											
2010	10 926,4	4 724,7	453,2	3 822,0	203,3	200,2	1 523,0	2 145,6	270,3	4 751,7	2 235,7
2011	11 945,2	4 815,0	444,4	4 226,1	227,3	261,0	1 971,4	2 290,8	411,7	4 560,6	2 710,7
2012	12 105,7	4 536,2	461,2	4 437,5	229,8	327,6	2 113,4	2 493,0	427,3	4 250,6	2 821,3
2013 T1	12 274,6	4 561,2	501,2	4 499,1	232,6	358,7	2 121,7	2 560,3	400,4	4 280,2	2 912,0
T2	12 223,5	4 450,7	492,0	4 454,5	229,3	344,4	2 252,7	2 537,5	374,2	4 124,1	2 935,0
T3	11 979,8	4 249,9	521,0	4 397,6	229,5	355,4	2 226,4	2 543,4	360,7	3 974,3	2 875,0
<b>Encours en pourcentage du PIB</b>											
2010	119,1	51,5	4,9	41,6	2,2	2,2	16,6	23,4	2,9	51,8	24,4
2011	126,5	51,0	4,7	44,8	2,4	2,8	20,9	24,3	4,4	48,3	28,7
2012	127,4	47,7	4,9	46,7	2,4	3,4	22,2	26,2	4,5	44,7	29,7
2013 T1	129,0	47,9	5,3	47,3	2,4	3,8	22,3	26,9	4,2	45,0	30,6
T2	128,1	46,6	5,2	46,7	2,4	3,6	23,6	26,6	3,9	43,2	30,8
T3	125,2	44,4	5,4	46,0	2,4	3,7	23,3	26,6	3,8	41,5	30,0

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, conformément à l'approche retenue pour les avoirs de réserve de l'Eurosystème. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

## 7.3 Compte financier

(montants en milliards d'euros ; encours en fin de période ; flux sur la période)

## 9. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)						Canada	Chine	Japon	Suisse	États-Unis	Centres financiers extra-territoriaux	Organisations internationales	Autres pays
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2012</b>	<b>Encours (position extérieure)</b>														
<b>Investissements directs</b>	1 429,4	416,4	-16,6	17,2	134,7	282,4	-1,2	103,4	79,0	-22,3	161,1	175,9	-223,5	-0,2	739,6
À l'étranger	5 879,6	1 687,5	29,4	171,7	1 156,7	329,6	0,1	211,4	99,6	79,2	597,3	1 322,6	585,4	0,1	1 296,6
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	4 373,0	1 249,1	22,8	103,9	867,4	254,9	0,0	165,3	81,3	57,1	451,3	929,8	486,6	0,1	952,3
Autres opérations	1 506,7	438,5	6,5	67,8	289,4	74,7	0,1	46,1	18,3	22,1	146,0	392,7	98,8	0,0	344,2
Dans la zone euro	4 450,2	1 271,1	46,0	154,6	1 022,0	47,2	1,3	108,0	20,6	101,5	436,3	1 146,7	808,9	0,3	556,9
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	3 129,0	1 019,2	37,2	138,4	810,1	32,3	1,3	86,9	7,8	88,1	262,8	856,6	425,7	0,1	381,7
Autres opérations	1 321,2	251,9	8,8	16,2	211,9	14,9	0,0	21,1	12,7	13,4	173,4	290,1	383,1	0,2	175,2
<b>Investissements de portefeuille – avoirs</b>	5 264,9	1 677,1	99,7	228,1	1 044,5	118,5	186,3	102,3	61,2	215,1	131,4	1 639,7	433,3	33,2	971,6
Actions	1 947,3	391,0	17,2	49,0	310,4	14,2	0,1	39,6	57,2	105,7	117,1	621,1	237,0	0,9	377,7
Titres de créance	3 317,6	1 286,1	82,5	179,1	734,1	104,3	186,2	62,6	4,0	109,5	14,3	1 018,6	196,3	32,3	594,0
Obligations	2 851,8	1 134,8	75,8	148,7	621,9	103,4	185,0	58,3	2,6	36,8	11,3	857,4	184,4	31,7	534,5
Instruments du marché monétaire	465,7	151,3	6,6	30,4	112,1	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,2	11,8	0,6	59,5
<b>Autres investissements</b>	-260,3	-248,0	10,6	-27,4	-48,8	44,4	-226,8	1,7	-15,7	5,1	-32,6	55,4	50,6	-78,0	1,1
Avoirs	4 833,3	2 186,1	77,5	86,7	1 841,1	161,4	19,4	28,0	49,0	81,9	268,4	677,7	540,9	36,7	964,6
Administrations publiques	167,9	65,5	1,0	4,6	43,4	1,6	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,7	50,3
IFM	2 965,5	1 528,9	58,4	50,8	1 292,6	124,8	2,2	16,4	24,3	65,9	147,1	395,8	392,9	5,2	389,0
Autres secteurs	1 699,8	591,7	18,1	31,3	505,1	35,0	2,2	9,7	21,6	15,1	119,8	271,0	144,7	0,8	525,3
Engagements	5 093,6	2 434,0	66,8	114,1	1 889,9	117,0	246,2	26,3	64,7	76,8	301,0	622,3	490,3	114,7	963,5
Administrations publiques	231,5	110,5	0,3	0,9	26,3	0,2	82,8	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,7	5,1
IFM	3 399,3	1 644,8	56,3	88,7	1 307,5	89,4	102,9	17,1	38,2	50,7	239,3	338,6	392,1	28,2	650,4
Autres secteurs	1 462,8	678,8	10,2	24,6	556,1	27,4	60,6	9,1	26,4	26,0	60,6	254,1	97,0	2,8	307,9
<b>T4 2012 à T3 2013</b>	<b>Flux cumulés</b>														
<b>Investissements directs</b>	134,5	44,6	-8,3	-36,3	84,5	4,6	0,0	-1,9	3,6	0,1	37,3	38,6	-44,2	0,0	56,3
À l'étranger	263,2	52,5	0,9	-1,3	44,4	8,5	0,0	-0,1	8,3	1,4	36,0	55,5	-3,2	0,0	112,8
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	139,0	56,6	0,9	8,3	42,0	5,3	0,0	4,0	7,5	1,0	6,4	31,5	-11,9	0,0	43,9
Autres opérations	124,3	-4,1	0,0	-9,6	2,3	3,2	0,0	-4,1	0,8	0,5	29,6	24,0	8,7	0,0	68,8
Dans la zone euro	128,8	7,9	9,2	35,0	-40,2	3,9	0,0	1,8	4,7	1,3	-1,3	17,0	41,0	0,0	56,4
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	138,3	12,4	7,9	23,7	-20,1	0,9	0,0	1,9	4,5	5,3	2,7	4,9	75,9	0,0	30,6
Autres opérations	-9,5	-4,5	1,3	11,3	-20,1	3,0	0,0	-0,1	0,2	-3,9	-4,0	12,0	-35,0	0,0	25,8
<b>Investissements de portefeuille – avoirs</b>	270,9	17,1	4,9	-0,6	-11,5	8,1	16,1	8,2	6,6	35,2	7,9	74,9	5,0	-0,4	116,4
Actions	180,0	39,1	2,3	3,3	33,4	0,1	0,0	2,0	5,5	28,7	6,0	68,8	4,3	0,0	25,6
Titres de créance	90,9	-22,0	2,6	-3,9	-44,9	8,0	16,1	6,2	1,1	6,5	1,9	6,1	0,7	-0,4	90,9
Obligations	100,8	4,9	2,0	-0,2	-21,9	6,9	18,0	4,2	0,4	-7,4	-0,1	10,3	-6,1	-0,9	95,5
Instruments du marché monétaire	-9,9	-26,9	0,6	-3,7	-23,0	1,1	-1,9	2,0	0,7	13,9	2,0	-4,2	6,8	0,5	-4,7
<b>Autres investissements</b>	303,8	153,0	2,4	24,5	127,9	-9,0	7,1	-5,0	23,2	44,0	28,4	-1,2	19,2	-23,1	65,2
Avoirs	-240,0	-229,5	-5,9	3,6	-213,4	-12,8	-1,0	-1,4	4,0	28,1	-10,2	-26,5	-5,8	1,1	0,0
Administrations publiques	1,5	-2,4	0,2	-0,8	-2,5	0,0	0,9	0,1	-0,1	-0,4	0,4	0,7	0,7	0,2	2,1
IFM	-168,2	-217,1	-9,5	-1,5	-190,7	-13,4	-2,0	0,6	4,9	27,2	-5,6	1,9	24,4	0,3	-4,7
Autres secteurs	-73,2	-10,0	3,4	6,0	-20,2	0,6	0,2	-2,2	-0,7	1,3	-4,9	-29,0	-30,9	0,6	2,6
Engagements	-543,7	-382,5	-8,4	-20,9	-341,3	-3,8	-8,1	3,6	-19,1	-15,8	-38,5	-25,3	-25,0	24,2	-65,2
Administrations publiques	-3,1	-5,5	0,1	0,3	-10,7	0,0	4,8	0,2	0,0	0,0	0,5	-8,7	-0,1	9,5	1,2
IFM	-481,7	-337,3	-9,5	-18,0	-288,6	-6,0	-15,2	0,8	-19,2	-15,0	-37,9	-2,9	-30,1	14,2	-54,2
Autres secteurs	-58,9	-39,7	1,0	-3,1	-42,0	2,2	2,3	2,6	0,1	-0,8	-1,2	-13,6	5,2	0,5	-12,1

Source : BCE.

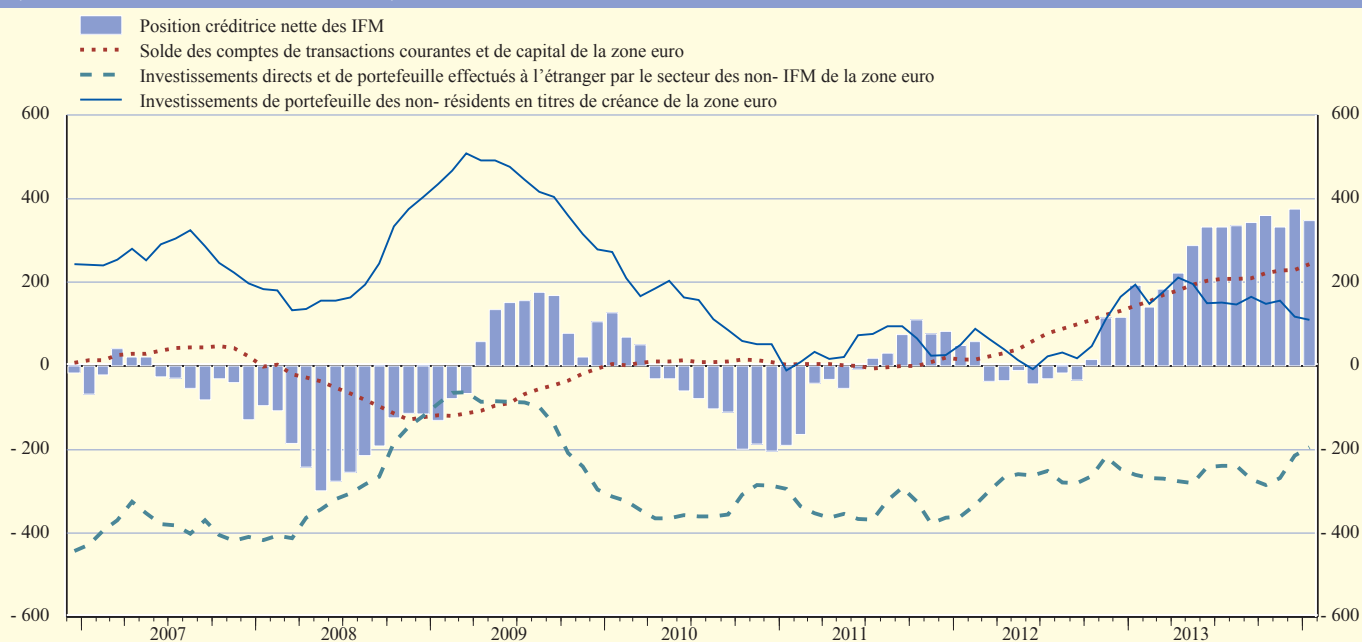
## 7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements <sup>1)</sup>

(flux en milliards d'euros)

	Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM											
	Total	Solde des comptes de transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM								Produits financiers dérivés	Erreurs et omissions
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements			
	1	2	Des résidents à l'étranger	Des non-résidents dans la zone euro	Avoirs		Engagements		Avoirs	Engagements	11	12
					Actions	Titres de créance	Actions	Titres de créance				
		3	4	5	6	7	8	9	10			
2011	82,6	19,3	-501,4	427,5	55,4	-47,6	55,9	26,4	-136,2	164,1	-5,3	24,6
2012	116,3	131,2	-331,9	318,1	-54,6	-185,6	164,0	164,7	-113,0	11,5	3,4	8,5
2013	374,3	231,6	-183,1	75,2	-95,0	-113,9	374,3	118,5	30,7	11,7	14,7	-90,4
2012 T4	111,6	68,2	-112,9	84,6	-50,5	-34,8	93,3	66,9	17,1	-77,4	25,4	31,8
2013 T1	26,5	26,4	-56,6	28,7	-48,9	-54,1	65,6	49,3	-44,5	56,2	8,4	-4,2
T2	150,7	61,6	-60,1	5,1	-10,1	-20,6	101,9	28,4	59,3	-11,5	-0,6	-2,7
T3	54,4	53,4	-29,2	2,3	-26,5	-25,3	42,9	20,3	39,3	-28,2	5,6	-0,2
T4	142,8	90,2	-37,2	39,0	-9,5	-13,9	163,9	20,5	-23,4	-4,7	1,3	-83,3
2013 Janvier	35,5	-6,7	-23,7	11,3	-16,9	-19,4	36,8	14,6	-2,2	36,5	4,6	0,8
Février	-33,3	10,2	-14,4	15,5	-17,3	-28,2	10,4	4,2	-27,5	11,1	2,7	-0,1
Mars	24,3	23,0	-18,5	2,0	-14,8	-6,5	18,4	30,6	-14,8	8,6	1,1	-4,8
Avril	10,9	16,6	-22,8	3,9	-19,5	-25,2	21,1	30,3	-13,1	21,3	-5,8	4,1
Mai	84,0	13,9	-9,9	-7,5	-5,6	-9,3	49,5	23,1	41,5	-2,1	-8,3	-1,2
Juin	55,8	31,1	-27,3	8,7	15,1	13,9	31,4	-25,0	30,9	-30,7	13,5	-5,6
Juillet	13,6	26,5	0,4	7,3	-12,8	-12,8	5,5	5,4	10,7	-11,8	-2,6	-2,2
Août	25,0	11,7	-26,2	25,3	4,1	-1,3	15,8	-9,4	8,7	-7,3	6,5	-2,9
Septembre	15,7	15,2	-3,4	-30,3	-17,7	-11,3	21,6	24,3	19,9	-9,1	1,7	4,9
Octobre	24,5	28,9	-22,0	19,8	-7,3	-5,6	23,1	-10,3	8,1	-11,0	2,8	-2,0
Novembre	38,1	28,9	-18,9	6,6	5,2	-12,1	14,2	46,4	-29,0	1,3	-4,9	0,3
Décembre	80,2	30,6	3,7	12,6	-7,4	3,7	38,4	-15,6	-2,5	4,9	3,4	8,3
2014 Janvier	8,5	6,8	-19,2	16,2	-8,0	-4,3	1,6	6,8	2,6	10,6	-1,4	-3,2
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>												
2014 Janvier	347,3	243,3	-178,5	80,1	-86,1	-98,8	251,0	110,8	35,4	-14,2	8,7	-4,4

## G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur <sup>1)</sup>

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.



## 7.5 Échanges de biens

 1. Valeurs et volumes par groupes de produits <sup>1)</sup>

(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)													
2012	7,6	2,0	1 879,4	933,8	385,7	516,6	1 522,8	1 796,4	1 151,7	247,9	371,1	1 092,7	360,5
2013	0,8	-3,3	1 891,5	928,3	383,7	531,5	1 536,0	1 736,9	1 096,2	237,5	371,9	1 076,0	336,9
2013 T1	0,7	-5,3	474,5	235,6	96,1	132,8	382,9	437,8	278,7	60,3	91,3	268,2	87,0
T2	1,6	-3,1	473,7	231,4	97,1	132,1	384,4	434,3	275,3	59,8	91,5	268,3	84,5
T3	0,1	-2,1	470,9	230,6	94,8	133,3	382,9	435,8	274,8	60,0	93,9	269,7	84,4
T4	0,8	-2,6	472,4	230,6	95,7	133,3	385,9	429,1	267,4	57,4	95,2	269,7	81,0
2013 Août	-5,8	-7,4	157,0	77,0	31,6	44,6	128,1	144,9	91,4	20,6	30,8	88,8	28,0
Septembre	2,9	1,0	158,4	77,1	31,5	44,7	128,6	145,5	90,7	19,7	32,1	90,4	27,5
Octobre	1,3	-3,1	158,3	77,8	32,3	44,9	129,2	144,9	91,4	19,3	31,5	90,7	28,1
Novembre	-2,1	-5,2	158,2	77,0	32,0	44,5	128,7	142,4	87,8	19,5	32,1	89,8	26,3
Décembre	3,7	0,9	155,9	75,8	31,4	43,9	127,9	141,8	88,2	18,6	31,6	89,2	26,6
2014 Janvier	0,9	-3,2	158,4					144,2					
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2012	3,6	-3,1	112,0	110,3	117,1	111,8	112,1	99,7	100,8	99,6	96,3	99,2	99,5
2013	1,2	-0,7	113,2	111,1	115,7	114,9	113,3	99,0	100,0	95,6	96,7	98,5	98,3
2013 T1	0,0	-4,3	113,4	111,7	116,6	115,6	113,3	98,3	99,3	96,5	95,3	97,9	98,0
T2	1,5	-1,2	113,2	110,4	116,6	114,2	113,2	99,0	100,9	94,7	95,0	97,7	101,2
T3	1,7	1,7	113,2	111,0	114,3	115,5	113,3	99,4	100,2	97,0	97,6	99,0	98,2
T4	1,6	1,2	113,2	111,1	115,3	114,2	113,5	99,3	99,7	94,3	98,8	99,4	95,8
2013 Juillet	4,2	2,9	112,3	110,8	114,2	114,6	112,1	100,0	102,5	94,7	97,0	99,2	104,0
Août	-3,9	-3,0	113,2	111,1	114,1	116,0	113,6	99,0	99,7	100,5	95,9	98,0	96,7
Septembre	4,5	5,1	114,1	111,2	114,5	115,9	114,1	99,0	98,3	95,7	100,0	99,7	93,9
Octobre	2,3	0,7	114,0	112,6	117,5	115,4	114,3	100,1	101,5	93,9	98,6	100,0	98,4
Novembre	-1,6	-1,2	113,8	111,3	115,8	114,5	113,5	99,4	98,8	97,6	99,8	99,6	95,0
Décembre	4,5	4,7	111,8	109,4	112,6	112,8	112,6	98,5	98,9	91,3	98,1	98,6	94,1

 2. Prix <sup>2)</sup>

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) <sup>3)</sup>							Prix à l'importation des produits industriels (CAF)						
	Total (indice : 2010 = 100)	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total (indice : 2010 = 100)	Total				Pour mémoire : produits manufacturés		
		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			
% du total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	7,2	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,2	-1,9	0,0	-5,2	-1,7
2013 T2	105,1	-0,9	-1,5	0,1	1,0	-8,7	-0,8	107,9	-2,8	-2,1	-1,6	0,6	-6,0	-1,4
T3	105,0	-1,5	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,7	-0,9	-5,6	-2,6
T4	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	107,0	-3,1	-2,6	-2,2	-0,6	-5,4	-2,1
2013 Août	105,0	-1,7	-1,8	-0,7	0,4	-11,0	-1,6	108,1	-4,0	-3,4	-2,8	-1,2	-7,4	-2,8
Septembre	104,9	-1,6	-2,0	-0,3	0,6	-11,3	-1,4	108,2	-3,1	-3,1	-2,1	-0,7	-5,4	-2,5
Octobre	104,4	-1,6	-2,1	-0,5	0,5	-11,4	-1,4	107,0	-3,5	-2,7	-2,6	-0,7	-6,3	-2,6
Novembre	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,3	-8,3	-1,3	107,1	-3,1	-2,8	-1,9	-0,6	-5,6	-2,1
Décembre	104,2	-1,1	-1,9	-0,4	0,4	-4,6	-1,0	106,8	-2,6	-2,4	-1,9	-0,6	-4,2	-1,8
2014 Janvier	104,2	-1,4	-1,5	-0,2	0,1	-8,0	-1,1	106,6	-2,8	-1,7	-2,2	0,0	-5,6	-1,7

Source : Eurostat.

- Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 2, les groupes des biens intermédiaires et des biens de consommation comprennent les produits agricoles et énergétiques.
- Groupes de produits selon la classification des grands regroupements industriels. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 1, les biens intermédiaires et les biens de consommation ne recouvrent pas les produits agricoles et énergétiques. La composition des produits manufacturés est différente de celle des données présentées dans les colonnes 7 et 12 du tableau 1. Ces données sont des indices de prix qui reflètent les variations pures des prix d'un panier de produits et ne sont pas de simples ratios des données en valeur et en volume présentées dans le tableau 1, qui sont affectés par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels importés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

## 7.5 Échanges de biens

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; cvs)

### 3. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)				Russie	Suisse	Turquie	États-Unis	Asie		Afrique	Amérique latine	Autres pays	
		Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE					Chine	Japon				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportations (FAB)</b>															
2012	1 879,4	34,2	59,5	230,0	249,3	92,1	116,3	59,5	223,3	440,1	120,4	44,6	126,4	97,3	151,4
2013	1 891,5	35,1	59,5	239,2	254,5	88,7	110,7	60,3	221,2	443,5	121,9	43,9	130,3	97,7	150,7
2012 T3	475,3	8,5	14,9	58,3	62,7	23,4	29,0	15,1	58,6	111,0	29,7	11,5	31,5	24,5	37,9
T4	468,8	8,6	14,5	58,0	61,5	23,2	28,5	15,2	53,5	110,7	28,9	11,2	32,4	24,7	38,1
2013 T1	474,5	8,8	14,6	58,3	63,1	23,5	28,0	15,5	55,4	110,7	29,5	11,0	34,6	24,8	37,1
T2	473,7	8,8	14,7	59,2	62,7	22,8	27,4	15,5	55,1	110,3	29,9	10,7	33,1	24,8	39,3
T3	470,9	8,8	15,0	59,9	64,0	21,6	27,8	14,7	55,4	110,1	31,1	11,1	31,7	24,6	37,3
T4	472,4	8,7	15,2	61,8	64,8	20,7	27,5	14,6	55,4	112,3	31,3	11,0	30,9	23,5	37,0
2013 Août	157,0	3,0	5,0	19,7	21,5	7,1	9,1	4,8	18,7	37,0	10,7	3,7	10,7	8,2	12,2
Septembre	158,4	3,0	5,0	20,4	21,5	7,1	8,9	5,0	19,0	36,8	10,4	3,8	10,2	8,1	13,3
Octobre	158,3	2,9	5,2	20,6	21,9	7,2	9,4	4,8	18,6	37,3	10,4	3,6	10,2	8,2	12,2
Novembre	158,2	3,0	5,1	20,9	21,6	6,9	9,2	5,1	18,6	37,7	10,6	3,7	10,2	7,7	12,2
Décembre	155,9	2,9	4,9	20,3	21,3	6,7	8,8	4,7	18,1	37,4	10,3	3,7	10,4	7,7	12,6
2014 Janvier	158,4	.	.	.	.	7,0	9,4	5,0	18,7	37,2	10,8	3,9	10,6	7,8	.
<i>part en pourcentage du total des exportations</i>															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,5	4,7	5,9	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,2	8,0
<b>Importations (CAF)</b>															
2012	1 796,4	29,0	53,1	167,5	232,7	144,8	82,2	34,1	151,2	540,8	213,9	49,1	157,6	92,6	110,9
2013	1 736,9	29,9	53,6	163,5	238,6	144,9	81,7	35,7	149,0	509,7	204,2	43,5	141,1	81,3	108,0
2012 T3	449,7	7,3	13,6	42,2	58,3	35,4	21,4	8,5	39,3	133,3	53,5	12,3	40,0	23,2	27,5
T4	441,2	7,2	12,9	41,7	58,0	36,6	20,2	8,7	35,9	130,8	51,2	11,4	40,4	22,4	26,5
2013 T1	437,8	7,6	13,3	41,6	58,7	37,4	20,1	8,8	35,5	127,4	52,2	11,0	37,7	21,0	28,7
T2	434,3	7,4	13,5	41,0	58,7	35,7	20,6	8,8	37,3	127,4	50,4	10,9	36,3	20,4	27,3
T3	435,8	7,7	13,7	40,7	60,4	36,5	20,7	8,9	38,0	127,7	50,7	10,7	34,6	20,1	26,8
T4	429,1	7,2	13,2	40,2	60,8	35,4	20,4	9,2	38,2	127,1	50,9	10,9	32,5	19,7	25,3
2013 Août	144,9	2,7	4,5	13,8	20,0	12,1	7,0	2,9	12,4	42,6	16,9	3,6	11,6	6,6	8,7
Septembre	145,5	2,5	4,5	13,4	20,4	12,1	6,9	3,0	13,0	42,8	17,0	3,7	11,4	6,9	8,7
Octobre	144,9	2,5	4,5	13,3	20,3	11,9	6,9	3,0	13,1	42,9	16,6	3,6	11,4	6,7	8,6
Novembre	142,4	2,3	4,5	13,3	20,4	11,4	6,8	3,1	12,9	41,9	16,9	3,6	10,5	6,4	8,9
Décembre	141,8	2,3	4,2	13,6	20,1	12,1	6,7	3,1	12,2	42,3	17,4	3,7	10,6	6,7	7,8
2014 Janvier	144,2	.	.	.	.	11,7	6,7	3,1	12,3	43,0	17,3	3,6	11,0	6,5	.
<i>part en pourcentage du total des importations</i>															
2013	100,0	1,7	3,1	9,4	13,7	8,3	4,7	2,1	8,6	29,3	11,8	2,5	8,1	4,7	6,2
<b>Solde</b>															
2012	83,0	5,2	6,4	62,5	16,6	-52,6	34,0	25,4	72,1	-100,7	-93,4	-4,6	-31,2	4,7	40,5
2013	154,5	5,2	5,9	75,8	15,9	-56,3	29,0	24,7	72,2	-66,2	-82,2	0,4	-10,8	16,4	42,7
2012 T3	25,5	1,2	1,3	16,1	4,4	-11,9	7,6	6,6	19,3	-22,2	-23,8	-0,7	-8,5	1,2	10,4
T4	27,6	1,4	1,7	16,3	3,5	-13,4	8,3	6,5	17,6	-20,1	-22,3	-0,2	-8,0	2,3	11,5
2013 T1	36,7	1,2	1,3	16,7	4,4	-13,9	7,9	6,7	19,9	-16,7	-22,7	0,0	-3,0	3,8	8,4
T2	39,4	1,4	1,2	18,2	4,0	-12,8	6,8	6,8	17,8	-17,1	-20,4	-0,2	-3,2	4,3	12,1
T3	35,1	1,1	1,3	19,3	3,6	-14,9	7,1	5,7	17,4	-17,6	-19,5	0,5	-2,9	4,4	10,5
T4	43,3	1,6	2,0	21,6	4,0	-14,7	7,2	5,5	17,1	-14,8	-19,6	0,1	-1,6	3,8	11,7
2013 Août	12,1	0,3	0,5	5,9	1,5	-5,0	2,1	1,9	6,3	-5,6	-6,2	0,1	-0,9	1,6	3,5
Septembre	12,8	0,4	0,5	7,0	1,1	-4,9	2,0	2,0	6,0	-6,0	-6,6	0,1	-1,1	1,2	4,6
Octobre	13,4	0,4	0,7	7,3	1,6	-4,7	2,6	1,8	5,5	-5,6	-6,2	0,0	-1,2	1,5	3,6
Novembre	15,8	0,6	0,6	7,6	1,1	-4,5	2,4	2,0	5,8	-4,2	-6,3	0,1	-0,3	1,3	3,3
Décembre	14,1	0,5	0,7	6,7	1,2	-5,4	2,1	1,6	5,9	-4,9	-7,1	0,0	-0,2	1,0	4,8
2014 Janvier	14,2	.	.	.	.	-4,7	2,7	1,9	6,4	-5,8	-6,6	0,3	-0,4	1,3	.

Source : Eurostat.



## TAUX DE CHANGE

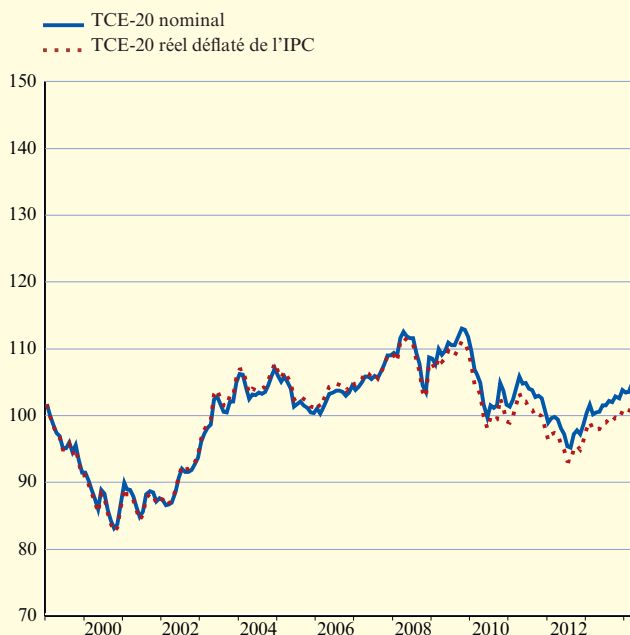
### 8.1 Taux de change effectifs <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> )	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	97,4	95,1	106,0	96,7	112,2	97,7	
2012	97,9	95,6	93,1	89,8	100,6	91,4	107,1	92,9	
2013	101,7	98,9	96,5	93,2	102,5	94,6	112,0	96,2	
2013 T1	100,7	98,3	95,9	92,5	102,8	94,3	110,2	95,0	
T2	100,8	98,3	95,8	92,9	102,2	94,2	110,6	95,0	
T3	101,9	99,2	96,7	93,3	102,8	94,7	112,9	96,8	
T4	103,1	100,0	97,7	94,1	102,4	95,4	114,7	97,8	
2014 T1	103,9	100,8	98,0	.	.	.	116,6	99,1	
2013 Mars	100,2	97,9	95,3	-	-	-	109,5	94,4	
Avril	100,5	97,9	95,5	-	-	-	109,8	94,4	
Mai	100,5	98,0	95,6	-	-	-	110,0	94,6	
Juin	101,6	98,9	96,4	-	-	-	112,0	96,2	
Juillet	101,5	98,9	96,4	-	-	-	112,0	96,2	
Août	102,2	99,5	96,9	-	-	-	113,4	97,3	
Septembre	102,0	99,1	96,8	-	-	-	113,3	97,0	
Octobre	102,8	99,7	97,5	-	-	-	114,2	97,4	
Novembre	102,6	99,5	97,2	-	-	-	114,2	97,3	
Décembre	103,9	100,7	98,3	-	-	-	115,8	98,6	
2014 Janvier	103,4	100,3	97,7	-	-	-	115,9	98,6	
Février	103,6	100,5	97,7	-	-	-	116,3	98,9	
Mars	104,6	101,5	98,7	-	-	-	117,5	99,8	
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>						
2014 Mars	1,1	1,0	1,0	-	-	-	1,0	0,9	
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>						
2014 Mars	4,4	3,7	3,6	-	-	-	7,3	5,6	

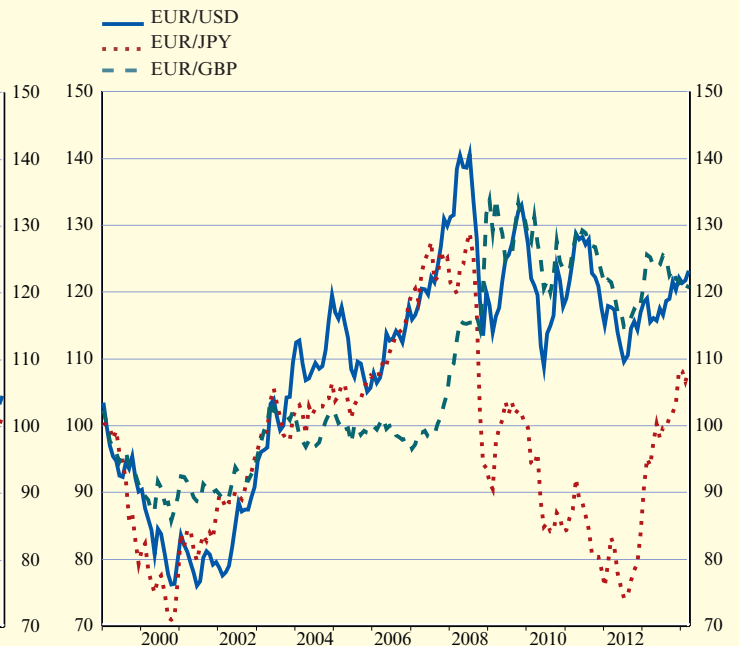
### G39 Taux de change effectifs

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)



### G40 Taux de change bilatéraux

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)



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
2013 T3	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
T4	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2014 T1	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
2013 Septembre	1,9558	25,789	7,4579	7,5985	3,4528	299,75	4,2371	4,4633	8,6758	0,84171	2,6952
Octobre	1,9558	25,662	7,4592	7,6193	3,4528	294,76	4,1902	4,4444	8,7479	0,84720	2,7095
Novembre	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
Décembre	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 Janvier	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
Février	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
Mars	1,9558	27,395	7,4638	7,6576	3,4528	311,49	4,1987	4,4933	8,8666	0,83170	3,0629
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Mars	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	0,0	-0,1	0,8	1,5
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Mars	0,0	6,8	0,1	0,9	0,0	2,8	1,0	2,3	6,2	-3,3	30,6
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Roupie indienne <sup>1)</sup>	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12 045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13 857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 T3	1,4465	3,0304	1,3760	8,1111	10,2696	82,3565	14 115,14	4,7459	131,02	4,2904	
T4	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15 682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2014 T1	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16 179,21	4,7892	140,80	4,5184	
2013 Septembre	1,4379	3,0345	1,3817	8,1690	10,3504	85,2678	15 073,16	4,7636	132,41	4,3410	
Octobre	1,4328	2,9860	1,4128	8,3226	10,5724	84,0071	15 109,54	4,8232	133,32	4,3283	
Novembre	1,4473	3,0959	1,4145	8,2221	10,4604	84,4990	15 575,06	4,7711	134,97	4,3176	
Décembre	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16 455,73	4,8019	141,68	4,4517	
2014 Janvier	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16 471,94	4,7569	141,47	4,5005	
Février	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16 270,18	4,8043	139,35	4,5194	
Mars	1,5217	3,2187	1,5352	8,5332	10,7283	84,2990	15 785,89	4,8087	141,48	4,5361	
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Mars	0,0	-1,2	1,7	2,7	1,2	-0,8	-3,0	0,1	1,5	0,4	
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Mars	21,4	25,3	15,6	5,9	6,7	19,5	25,4	0,7	15,0	12,5	
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des Etats-Unis
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1 447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1 453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 T3	17,1005	1,6612	7,9303	57,813	43,4394	1,6795	13,2329	1 469,03	1,2348	41,675	1,3242
T4	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1 445,53	1,2294	43,151	1,3610
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
2013 Septembre	17,4471	1,6406	7,9725	58,346	43,5144	1,6860	13,3287	1 446,60	1,2338	42,312	1,3348
Octobre	17,7413	1,6351	8,1208	58,809	43,7440	1,6956	13,5283	1 454,73	1,2316	42,549	1,3635
Novembre	17,6340	1,6327	8,2055	58,811	44,1581	1,6833	13,7626	1 434,06	1,2316	42,695	1,3493
Décembre	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1 446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 Janvier	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1 453,94	1,2317	44,822	1,3610
Février	18,1561	1,6466	8,3562	61,238	48,2554	1,7295	14,9820	1 462,51	1,2212	44,568	1,3659
Mars	18,2447	1,6199	8,2906	61,901	49,9477	1,7513	14,8613	1 479,99	1,2177	44,765	1,3823
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Mars	0,5	-1,6	-0,8	1,1	3,5	1,3	-0,8	1,2	-0,3	0,4	1,2
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Mars	12,4	3,5	10,7	17,2	25,1	8,3	24,7	3,5	-0,7	17,0	6,6

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
<b>IPCH</b>										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 T3	-0,7	1,2	0,2	2,2	0,5	1,6	0,9	2,4	0,7	2,7
2013 T4	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2013 Décembre	-0,9	1,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,4	2,0
2014 Janvier	-1,4	0,3	0,8	0,4	0,2	0,8	0,6	1,2	0,2	1,9
2014 Février	-2,1	0,3	0,3	-0,2	0,3	0,3	0,7	1,3	0,1	1,7
<b>Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB</b>										
2010	-3,1	-4,7	-2,5	-6,4	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,1
2011	-2,0	-3,2	-1,8	-7,8	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,7
2012	-0,8	-4,4	-4,1	-5,0	-3,2	-2,0	-3,9	-3,0	-0,2	-6,1
<b>Dettes publique brute en pourcentage du PIB</b>										
2010	16,2	38,4	42,7	44,9	37,8	82,2	54,9	30,5	39,4	78,4
2011	16,3	41,4	46,4	51,6	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,5	46,2	45,4	55,5	40,5	79,8	55,6	37,9	38,2	88,7
<b>Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période</b>										
2013 Septembre	3,64	2,42	2,10	4,92	3,89	6,16	4,49	5,27	2,60	2,44
2013 Octobre	3,71	2,33	1,93	4,99	4,01	5,58	4,28	5,22	2,44	2,26
2013 Novembre	3,64	2,18	1,80	4,97	3,99	5,82	4,38	5,29	2,30	2,31
2013 Décembre	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
2014 Janvier	3,56	2,43	1,86	5,11	3,42	5,60	4,42	5,22	2,37	2,48
2014 Février	3,58	2,28	1,67	4,78	3,33	6,03	4,47	5,35	2,23	2,37
<b>Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période</b>										
2013 Septembre	1,05	0,45	0,27	1,90	0,40	-	2,69	3,40	1,21	0,52
2013 Octobre	1,03	0,45	0,27	1,72	0,40	3,60	2,67	2,86	1,21	0,52
2013 Novembre	0,97	0,40	0,25	1,35	0,40	3,33	2,65	2,44	1,16	0,52
2013 Décembre	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
2014 Janvier	0,96	0,37	0,28	0,95	0,41	2,99	2,70	1,88	0,95	0,52
2014 Février	0,89	0,37	0,27	0,88	0,41	2,99	2,71	3,29	0,94	0,52
<b>PIB en volume</b>										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-1,9	3,7	-1,7	1,9	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-1,0	3,3	1,1	1,6	3,5	1,5	1,7
2013 T2	0,5	-1,6	0,9	-0,7	4,0	0,6	1,3	1,5	0,7	1,7
2013 T3	1,0	-1,0	0,9	-0,7	2,3	1,7	1,8	4,3	0,7	1,8
2013 T4	1,2	1,2	0,5	-0,9	3,3	2,7	2,2	5,2	3,1	2,7
<b>Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB</b>										
2011	1,4	-2,3	6,3	-0,8	-1,2	2,7	-3,0	-3,9	5,9	-1,1
2012	0,5	0,0	6,0	0,2	2,0	3,5	-1,5	-3,0	5,8	-3,6
2013 T2	6,8	-1,5	8,2	-2,2	8,9	5,6	4,0	2,3	6,0	-1,6
2013 T3	11,5	1,2	8,8	24,0	3,0	7,2	0,2	1,2	6,5	-6,1
2013 T4	-2,7	1,1	8,5	.	3,8	7,7	1,5	0,5	4,9	-4,8
<b>Dettes extérieure brute en pourcentage du PIB</b>										
2011	94,3	59,6	183,3	103,4	77,4	150,0	72,3	77,1	200,0	419,6
2012	94,3	62,0	181,8	102,2	75,4	129,6	71,1	75,3	191,2	390,6
2013 T2	92,8	65,6	175,1	106,4	70,5	128,5	73,7	73,5	197,9	395,1
2013 T3	94,4	64,6	174,3	102,6	69,5	121,5	72,9	71,9	197,2	363,5
2013 T4	94,6	71,0	176,7	104,9	67,2	118,7	70,0	68,6	196,8	354,2
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre</b>										
2012	4,4	3,3	1,5	1,1	1,9	2,7	1,5	5,2	2,9	2,6
2013	5,2	-0,2	1,2	.	3,9	.	.	.	0,7	1,5
2013 T2	7,8	0,8	0,9	1,1	3,4	4,4	1,4	3,1	0,5	1,7
2013 T3	3,8	1,5	0,8	0,5	5,5	3,3	1,7	0,6	1,3	2,0
2013 T4	1,9	.	1,1	.	4,0	.	.	-0,5	-1,1	.
<b>Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)</b>										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,2	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	.
2013 T3	12,8	6,9	7,2	17,6	11,5	10,1	10,2	7,3	7,9	7,5
2013 T4	13,1	6,8	6,8	17,5	11,0	9,2	10,0	7,3	8,0	.
2013 Décembre	13,2	6,7	7,1	17,3	10,9	8,8	9,9	7,3	8,0	7,1
2014 Janvier	13,2	6,7	7,0	17,6	11,3	8,3	9,8	7,3	8,2	.
2014 Février	13,1	6,7	7,0	17,6	11,5	.	9,7	7,2	8,1	.

Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

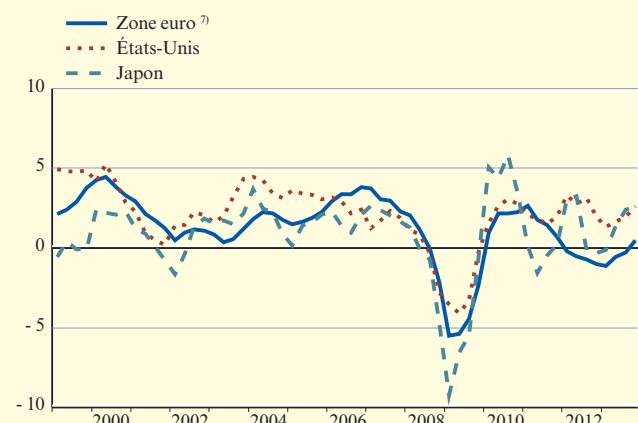
## 9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup>	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) <sup>2)</sup>	Agrégat monétaire large <sup>3)</sup>	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois <sup>4)</sup>	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans <sup>4)</sup> ; fin de période	Taux de change <sup>5)</sup> des monnaies nationales pour un euro	Déficit (-)/excédent (+) public (en % du PIB)	Dette publique <sup>6)</sup> (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	1,1	1,9	2,9	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3281	.	.
2013 T1	1,7	1,7	1,3	3,2	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
T2	1,4	2,0	1,6	2,7	7,5	7,0	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
T3	1,6	1,9	2,0	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-7,0	86,9
T4	1,2	-1,0	2,6	3,2	7,0	6,0	0,24	3,27	1,3610	.	.
2014 T1	.	.	.	.	.	.	0,24	2,97	1,3696	.	.
2013 Novembre	1,2	.	.	3,1	7,0	6,1	0,24	2,99	1,3493	.	.
Décembre	1,5	.	.	2,4	6,7	5,3	0,24	3,27	1,3704	.	.
2014 Janvier	1,6	.	.	1,9	6,6	5,4	0,24	2,93	1,3610	.	.
Février	1,1	.	.	2,0	6,7	6,3	0,24	2,90	1,3659	.	.
Mars	.	.	.	.	.	.	0,23	2,97	1,3823	.	.
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	1,4	0,6	4,4	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 T1	-0,6	0,0	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
T2	-0,3	-0,6	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
T3	0,9	-1,9	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
T4	1,4	-1,0	2,5	5,8	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2014 T1	.	.	.	.	.	.	0,14	0,84	140,80	.	.
2013 Novembre	1,5	.	.	4,8	4,0	4,4	0,14	0,79	134,97	.	.
Décembre	1,6	.	.	7,2	3,7	4,2	0,15	0,95	141,68	.	.
2014 Janvier	1,4	.	.	10,2	.	4,3	0,14	0,82	141,47	.	.
Février	1,5	.	.	6,9	.	3,9	0,14	0,81	139,35	.	.
Mars	.	.	.	.	.	.	0,14	0,84	141,48	.	.

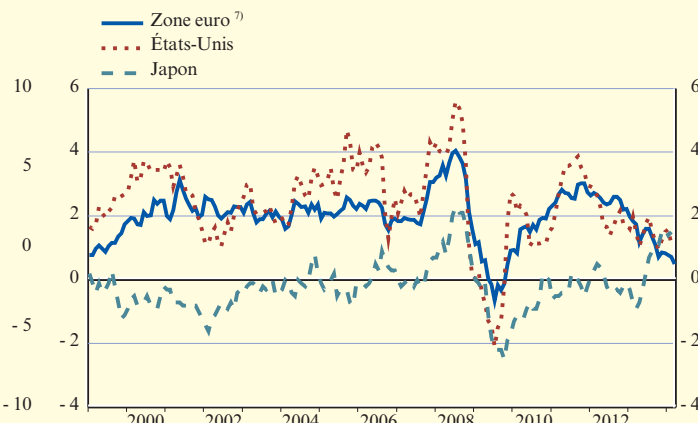
### G41 PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



### G42 Indices des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Données nationales (colonnes 1, 2 (États-Unis), 3, 4, 5 (États-Unis), 6, 9 et 10) ; OCDE (colonne 2 (Japon)) ; Eurostat (colonne 5 (Japon)), données figurant sur le graphique relatives à la zone euro) ; Thomson Reuters (colonnes 7 et 8) ; calculs de la BCE (colonne 11).

- 1) Corrigés des variations saisonnières. Les données relatives aux États-Unis concernent le secteur privé marchand non agricole.
- 2) Les données japonaises de mars à août 2011 comprennent des estimations pour les trois préfectures les plus touchées par le séisme. La collecte des données a été rétablie à partir de septembre 2011.
- 3) Moyennes pour la période considérée, M2 pour les États-Unis, M2 et certificats de dépôt pour le Japon.
- 4) En pourcentage annuel. Pour plus de précisions concernant le taux des dépôts interbancaires à 3 mois, cf. la section 4.6.
- 5) Pour de plus amples informations, cf. la section 8.2.
- 6) La dette des administrations publiques comprend les dépôts, les titres autres que des actions et les prêts en cours en valeur nominale et consolidée au sein du secteur des administrations publiques (fin de période).
- 7) Les données relatives au PIB en volume se rapportent à l'Euro 18. Les données relatives à l'IPC reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.



## LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Total des dépôts par secteurs ( <i>intermédiaires financiers</i> )	S17
G10	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ( <i>intermédiaires financiers</i> )	S17
G11	Total des dépôts par secteurs ( <i>sociétés non financières et ménages</i> )	S18
G12	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ( <i>sociétés non financières et ménages</i> )	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S35
G16	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S37
G17	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G18	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S39
G19	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
G20	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S41
G21	Nouveaux dépôts à terme	S43
G22	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S43
G23	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S44
G24	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S44
G25	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S45
G26	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S45
G27	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S46
G28	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S55
G29	Chômage et taux d'emplois vacants	S55
G30	Déficit, besoin de financement et variation de la dette	S60
G31	Dette au sens de Maastricht	S60
G32	Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes	S61
G33	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S61
G34	Balance des paiements de la zone euro : biens	S62
G35	Balance des paiements de la zone euro : services	S62
G36	Position extérieure de la zone euro	S65
G37	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S65
G38	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S70
G39	Taux de change effectifs	S73
G40	Taux de change bilatéraux	S73
G41	PIB en volume	S76
G42	Indices des prix à la consommation	S76







## NOTES TECHNIQUES

### VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est calculé comme suit :

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où  $I_t$  est l'indice des encours corrigés à partir du mois  $t$  (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois  $t$ , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SECTION 1.3

#### CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre  $D$  de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont  $R_{1,MRO}$  (sur  $D_1$  jours),  $R_{2,MRO}$  (sur  $D_2$  jours), etc., jusqu'à  $R_{i,MRO}$  (sur  $D_i$  jours), où  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$ , le taux annualisé applicable ( $R_{LTRO}$ ) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### SECTIONS 2.1 À 2.6

#### CALCUL DES FLUX

Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

Si  $L_t$  représente l'encours à la fin du mois  $t$ ,  $C_t^M$  l'ajustement lié aux reclassements pour le mois  $t$ ,  $E_t^M$  l'ajustement de taux de change et  $V_t^M$  les ajustements liés aux autres effets de valorisation, le flux  $F_t^M$  pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

De la même manière, le flux trimestriel  $F_t^Q$  pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est défini comme suit :

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

où  $L_{t-3}$  représente l'encours à la fin du mois  $t - 3$  (correspondant à la fin du trimestre précédent) et, par exemple,  $C_t^Q$  l'ajustement lié aux reclassements pour le trimestre se terminant le mois  $t$ .

En ce qui concerne les séries trimestrielles pour lesquelles les observations mensuelles sont désormais disponibles (cf. ci-après), le flux trimestriel peut être calculé comme la somme des trois flux mensuels du trimestre.

### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES MENSUELLES

Les taux de croissance peuvent être calculés à partir des flux ou à partir de l'indice des encours corrigés. Si  $F_t^M$  et  $L_t$  sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

L'indice de base (pour les séries non désaisonnalisées) actuellement retenu est de 100 à décembre 2010. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels  $a_t$  relatifs au mois  $t$ , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois  $t$ , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en h) en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule h). Par exemple, la variation mensuelle  $a_t^M$  peut être calculée comme suit :

$$i) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , où  $a_t$  est défini comme dans g) ou h) ci-dessus.

### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si  $F_t^Q$  et  $L_{t-3}$  sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le trimestre s'achevant le mois  $t$  est défini comme suit :

$$j) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois  $t$  (c'est-à-dire  $a_t$ ) peuvent être calculés à l'aide de la formule h).

### DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO<sup>1</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA<sup>2</sup>. 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<sup>3</sup>. 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](http://www.ecb.europa.eu))

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2010) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

## CALCUL DES SOLDES COMPTABLES

Les soldes comptables figurant à la fin de chaque compte dans les sections 3.1 et 3.2 sont calculés comme suit :

Le solde commercial est égal aux importations moins les exportations de biens et services de la zone euro avec le reste du monde.

L'excédent net d'exploitation et le revenu mixte sont définis seulement pour les secteurs résidents et sont calculés comme la valeur ajoutée brute (produit intérieur brut aux prix du marché pour la zone euro) moins la rémunération des salariés (emplois), moins les autres taxes nettes de subventions à la production (emplois) moins la consommation de capital fixe (emplois).

Le revenu national net est défini seulement pour les secteurs résidents et est calculé comme l'excédent net d'exploitation et le revenu mixte plus la rémunération des salariés (ressources) plus les taxes nettes de subventions à la production (ressources) plus les revenus nets de la propriété (ressources moins emplois).

Le revenu disponible net est également défini uniquement pour les secteurs résidents et est égal au revenu national net plus les impôts courants nets sur le revenu et le patrimoine (ressources moins emplois) plus les cotisations sociales nettes (ressources moins emplois) plus les prestations sociales nettes autres que les transferts en nature (ressources moins emplois) plus les autres transferts courants nets (ressources moins emplois).

L'épargne nette est définie pour les secteurs résidents et est calculée comme le revenu net disponible augmenté des ajustements nets des variations des droits nets des ménages sur les fonds de pension (ressources moins emplois) et diminué des dépenses de consommation finale (emplois). Pour le reste du monde, le compte extérieur courant est calculé comme le solde commercial plus l'ensemble des revenus nets (ressources moins emplois).

La capacité nette ou le besoin net de financement est calculé à partir du compte de capital comme l'épargne nette plus les transferts de capitaux nets (ressources moins emplois) moins la formation brute de capital (emplois) moins les acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits (emplois) plus la consommation de capital fixe (ressources). Elle peut aussi être calculée dans le compte financier comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs [également dites variations de la valeur nette (patrimoine) imputables aux transactions]. Pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, il existe une différence statistique entre les soldes comptables calculés à partir du compte de capital ou du compte financier.

Les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des transactions sur actifs financiers moins le total des transactions sur passifs, tandis que les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont calculées comme le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations des passifs.

La valeur financière nette (patrimoine) est calculée comme le total des actifs financiers moins le total des passifs, tandis que les variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont égales à la somme des variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions (capacité ou besoin net de financement du compte financier) et des autres variations de la valeur financière nette (patrimoine).

Les variations de la valeur nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts de capitaux plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) et les autres variations des actifs non financiers.

La valeur nette (patrimoine) des ménages est calculée comme la somme des actifs non financiers et de la valeur financière nette (patrimoine) des ménages.

## SECTIONS 4.3 ET 4.4

### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE DES TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIONS COTÉES

Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Ils peuvent être calculés à partir des transactions ou de l'indice des encours corrigés. Si  $N_t^M$  représente les transactions (émissions nettes) pour le mois  $t$  et  $L_t$  l'encours à la fin du mois  $t$ , l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$k) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base retenue est décembre 2008 = 100. Les taux de croissance  $a_t$  pour le mois  $t$ , c'est-à-dire la variation au cours des douze mois s'achevant le mois  $t$ , peuvent être calculés à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$l) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

La méthode de calcul des taux de croissance pour les titres autres que les actions est la même que celle retenue pour les agrégats monétaires, la seule différence étant que l'on utilise « N » au lieu de « F ». Cela permet de montrer que la méthode utilisée pour obtenir les « émissions nettes » dans le cadre des statistiques relatives aux émissions de titres est différente de celle utilisée pour calculer les « flux » équivalents pour les agrégats monétaires.

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est calculé comme suit :

$$n) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où  $I_t$  représente l'indice des encours corrigés à partir du mois  $t$ . De même, pour l'année se terminant le mois  $t$ , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$o) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formule de calcul retenue pour la section 4.3 est également utilisée pour la section 4.4 et s'appuie aussi sur celle utilisée pour les agrégats monétaires. La section 4.4 prend en considération des valeurs de marché et le calcul s'effectue à partir des transactions financières, après exclusion des reclassements, des effets de valorisation et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les variations de taux de change ne sont pas incluses, dans la mesure où toutes les actions cotées couvertes sont libellées en euros.

#### DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES RELATIVES AUX ÉMISSIONS DE TITRES <sup>4</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance  $a_t$  pour le mois  $t$ , c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois  $t$ , peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$p) a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TABLEAU I DE LA SECTION 5.1

#### DÉSAISONNALISATION DE L'IPCH <sup>4</sup>

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.

<sup>4</sup> 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](http://www.ecb.europa.eu))



**TABLEAU 2 DE LA SECTION 7.1****DÉSAISONNALISATION DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ou TRAMO-SEATS selon la rubrique. Les données à l'état brut relatives aux biens et services, aux revenus et aux transferts courants sont précorrignées pour prendre en compte les effets de « jour ouvré » significatifs. Pour les biens et les services, la correction en fonction du facteur « jour ouvré » tient compte des jours fériés nationaux. La désaisonnalisation de ces rubriques est effectuée à l'aide de ces séries précorrignées. La désaisonnalisation du compte de transactions courantes dans son ensemble s'effectue par agrégation des séries désaisonnalisées relatives aux biens, services, revenus et transferts courants. Les coefficients saisonniers (et relatifs aux jours ouvrés) sont révisés tous les semestres ou chaque fois que cela est nécessaire.

**SECTION 7.3****CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES ET ANNUELLES**

Le taux de croissance relatif au trimestre  $t$  est calculé à partir des flux trimestriels ( $F_t$ ) et des encours ( $L_t$ ) comme suit :

$$r) a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.





## NOTES GÉNÉRALES

La partie *Euro area statistics* (Statistiques de la zone euro) du *Bulletin mensuel* traite les données relatives à l'ensemble de la zone. Des séries de données plus détaillées et plus longues, comprenant d'autres notes explicatives, peuvent être consultées à la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://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](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

En règle générale, la date d'arrêt des statistiques figurant dans le *Bulletin mensuel* est celle du jour qui précède la première réunion du mois du Conseil des gouverneurs de la BCE, soit le 2 avril 2014 pour la présente publication.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données ont trait au groupe des dix-huit pays membres de la zone euro (Euro 18) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires, l'IPCH et les avoirs de réserve (et, pour des raisons de cohérence, les composantes et contreparties de M3 et les composantes de l'IPCH), les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

La composition de la zone euro a changé à plusieurs reprises au cours du temps. Lors de l'introduction de l'Euro en 1999, la zone euro était composée des onze pays suivants (l'Euro 11) : Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande. La Grèce a rejoint la zone euro en 2001, formant l'Euro 12, devenu l'Euro 13 avec l'entrée de la Slovénie en 2007, l'Euro 15 avec celles de Chypre et de Malte en 2008, l'Euro 16 avec celle de la Slovaquie en 2009 et l'Euro 17 avec celle de l'Estonie en 2011. La Lettonie a rejoint la zone euro en 2014, portant à dix-huit le nombre de pays participants. À compter d'octobre 2012, les statistiques de la zone euro recouvrent également le Mécanisme européen de stabilité, organisation internationale résidente de la zone euro pour les besoins statistiques.

### SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION FIXE

Les séries statistiques agrégées correspondant à des compositions fixes de la zone euro se rapportent à une composition fixe donnée pour l'ensemble de la série chronologique, indépendamment de la composition au moment de chaque observation. Par exemple, les séries agrégées sont calculées pour l'Euro 18 pour toutes les années, bien que la zone n'existe dans cette composition que depuis le 1<sup>er</sup> 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 1999<sup>1</sup> sont exprimées en unités converties à partir des monnaies nationales aux taux de change irrévocables de l'Euro fixés le 31 décembre 1998. Sauf indication contraire, les statistiques de prix et de coûts antérieures à 1999 sont calculées à partir de données exprimées en termes de monnaie nationale.

Des méthodes d'agrégation et/ou de consolidation (notamment la consolidation entre les différents pays) ont été utilisées lorsque cela s'est révélé approprié.

Les données récentes sont souvent provisoires et sujettes à révision. Des différences entre le total et la somme des composantes peuvent apparaître en raison des écarts d'arrondis.

Le groupe des « Autres États membres de l'UE » comprend la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Suède et le Royaume-Uni.

Dans la plupart des cas, la terminologie utilisée dans les tableaux correspond aux normes internationales, telles que figurant dans le Système européen de comptes 1995 et dans le Manuel de la balance des paiements du FMI. Les flux désignent les échanges volontaires (mesurés directement ou indirectement), tandis que les flux au sens large recouvrent également les variations des encours liées aux évolutions des prix et des taux de change, aux abandons de créances et autres changements.

## VUE D'ENSEMBLE

Les évolutions des principaux indicateurs pour la zone euro sont retracées dans un tableau synthétique.

## STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La section 1.4 présente les statistiques relatives aux réserves obligatoires et aux facteurs de la liquidité. Les périodes de constitution des réserves obligatoires débutent chaque mois le jour du règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs, à l'ordre du jour de laquelle figure l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. Elles

<sup>1</sup> Les données relatives aux statistiques monétaires incluses dans les sections 2.1 à 2.8 portant sur les périodes antérieures à janvier 1999 peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html> et dans le SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

s'achèvent le jour précédant la date de règlement correspondante du mois suivant. Les observations annuelles/trimestrielles se rapportent aux moyennes de la dernière période de constitution de l'année/du trimestre.

Le tableau 1 de la section 1.4 présente les composantes de l'assiette des réserves des établissements de crédit astreints au régime des réserves obligatoires. Les engagements vis-à-vis d'autres établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Lorsqu'un établissement de crédit ne peut justifier du montant des engagements sous la forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les établissements précités, il peut déduire de l'assiette de ses réserves un certain pourcentage de ces engagements. Le pourcentage de déduction appliqué sur les encours de ces titres inclus dans l'assiette des réserves était de 10 % jusqu'en novembre 1999 et s'élève depuis à 30 %.

Le tableau 2 de la section 1.4 contient les données moyennes relatives aux périodes de constitution achevées. Tout d'abord, le montant des réserves obligatoires que doit constituer chaque établissement de crédit est calculé en appliquant au montant des engagements assujettis les taux de réserves définis pour les catégories d'engagements correspondantes, à partir des données de bilan de la fin de chaque mois de calendrier. Ensuite, chaque établissement de crédit déduit de ce chiffre un abattement forfaitaire de 100 000 euros. Les montants de réserves obligatoires sont ensuite agrégés au niveau de la zone euro (colonne 1). Les avoirs en compte courant (colonne 2) sont la moyenne des avoirs quotidiens de réserves agrégés des établissements de crédit, y compris ceux servant à satisfaire à l'obligation de réserves. Les excédents de réserves (colonne 3) sont la moyenne des excédents d'avoirs de réserve sur la période de constitution par rapport au montant des réserves à constituer. Les déficits de réserves (colonne 4) sont définis en termes de moyenne des déficits constatés par rapport aux réserves à constituer sur la période de constitution, calculés pour les établissements de crédit qui n'ont pas satisfait à leurs obligations de réserves. Le taux de rémunération des réserves obligatoires (colonne 5) est égal à la moyenne, sur la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (cf. section 1.3).

Le tableau 3 de la section 1.4 présente la position de liquidité du système bancaire, définie comme étant les avoirs en compte courant en euros des établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Tous les montants sont calculés à partir de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les autres opérations d'absorption de la liquidité (colonne 7) s'entendent hors émissions de certificats de dette effectuées par les BCN durant la phase II de l'UEM. Les autres facteurs nets (colonne 10) représentent les autres rubriques de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les comptes courants des établissements de crédit (colonne 11) correspondent à la différence entre la somme des facteurs d'élargissement de la liquidité (colonnes 1 à 5) et la somme des facteurs d'absorption de la liquidité (colonnes 6 à 10). La base monétaire (colonne 12) est calculée comme étant la somme de la facilité de dépôt (colonne 6), des billets en circulation (colonne 8) et des avoirs en compte courant des établissements de crédit (colonne 11).

## STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Le chapitre 2 présente les statistiques de bilan des IFM et des autres sociétés financières. Ces dernières recouvrent les OPCVM (autres que les OPCVM monétaires, qui appartiennent au secteur des IFM), les véhicules financiers *ad hoc*, les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

La section 2.1 présente le bilan agrégé du secteur des IFM, c'est-à-dire la somme des bilans harmonisés de l'ensemble des IFM résidentes de la zone euro. Les IFM recouvrent les banques centrales, les établissements de crédit tels que définis par la législation de l'UE, les OPCVM monétaires et les autres institutions dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts d'entités autres que les IFM, et à consentir pour leur propre compte (du moins en termes économiques) des crédits et/ou effectuer des placements en valeurs mobilières. Une liste complète des IFM est publiée sur le site internet de la BCE.

La section 2.2 présente le bilan consolidé du secteur des IFM, obtenu en effectuant une compensation entre les bilans agrégés des IFM de la zone euro. En raison d'une certaine hétérogénéité des méthodes d'enregistrement, la somme des positions entre les IFM n'est pas toujours égale à zéro ; le solde figure dans la colonne 10, au passif de la section 2.2. La section 2.3 présente les agrégats monétaires de la zone euro et leurs contreparties. Ils sont tirés du bilan consolidé des IFM et comprennent les positions des non-IFM résidentes de la zone euro auprès des IFM résidentes de la zone euro ; ils englobent aussi certains avoirs/engagements monétaires de l'administration centrale. Les statistiques relatives aux agrégats monétaires et à leurs contreparties sont corrigées des variations saisonnières et de l'incidence des jours ouvrés. Dans les sections 2.1 et 2.2, le poste « Engagements envers les non-résidents » présente les portefeuilles des non-résidents de la zone euro en (a) titres d'OPCVM monétaires établis dans la zone euro et (b) titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans et émis par les IFM établies dans la zone euro. En revanche, dans la section 2.3, ces portefeuilles de titres sont exclus des agrégats monétaires et sont enregistrés dans le poste « Créances nettes sur les non-résidents ».

La section 2.4 contient une analyse, ventilée par secteurs, catégories et durées initiales, des prêts accordés par les IFM de la zone euro hors Eurosysteme (le système bancaire). La section 2.5 fournit une analyse, ventilée par secteurs et par instruments, des dépôts détenus auprès du système bancaire de la zone euro. La section 2.6 présente les titres détenus par le système bancaire de la zone euro, ventilés par catégories d'émetteurs. La section 2.7 présente une ventilation trimestrielle par devises de certains postes du bilan des IFM.

Les sections 2.2 à 2.6 fournissent également des taux de croissance annuels en pourcentage sur la base de ces opérations.

Depuis le 1<sup>er</sup> 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<sup>2</sup>. Des détails concernant les définitions des secteurs figurent dans le *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers*, troisième édition (BCE, mars 2007).

La section 2.8 présente les encours et les transactions au bilan des OPCVM de la zone euro (autres que les OPCVM monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un OPCVM est un organisme de placement collectif qui investit des capitaux levés auprès du public dans des actifs financiers et/ou non financiers. Une liste complète des OPCVM de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des OPCVM incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres OPCVM. Les titres émis par les OPCVM sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (OPCVM « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres OPCVM »), et par catégories (fonds

2 JO L 15 du 20.1.2009

ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les OPCVM de la zone euro. Cette section contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les OPCVM et une ventilation des émetteurs par secteurs économiques quand ils sont résidents de la zone euro.

Depuis décembre 2008, des informations statistiques harmonisées sont collectées et établies sur la base du règlement BCE/2007/8<sup>3</sup> relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement. De plus amples informations sur ces statistiques relatives aux OPCVM sont disponibles dans le *Manual on investment fund statistics* (BCE, mai 2009).

La section 2.10 présente le bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* (FVC – *financial vehicle corporations*) résidents de la zone euro. Il s'agit d'entités créées pour effectuer des opérations de titrisation. La titrisation implique généralement le transfert d'un actif ou d'un lot d'actifs à un véhicule financier *ad hoc*, ces actifs étant enregistrés à son bilan sous forme de prêts titrisés, de titres autres que des actions, ou d'autres actifs titrisés. Le risque de crédit associé à un actif ou à un lot d'actifs peut également être transféré à un véhicule financier *ad hoc* par le biais de *swaps* de défaut, de garanties ou d'autres mécanismes. La garantie détenue par le véhicule financier *ad hoc* contre ces expositions prend généralement la forme d'un dépôt constitué auprès d'une IFM ou d'un investissement en titres autres que des actions. En général, les véhicules financiers *ad hoc* titrisent des prêts qui ont été consentis par le secteur des IFM. Ils sont tenus de faire figurer ces prêts dans leurs statistiques de bilan, que les règles comptables applicables permettent ou non aux IFM de les décomptabiliser. Les données relatives à des prêts titrisés par les véhicules financiers *ad hoc* mais conservés au bilan de l'IFM concernée (et qui continuent donc de figurer dans les statistiques des IFM) sont fournies séparément. Ces données trimestrielles sont collectées conformément au règlement BCE/2008/30<sup>4</sup> depuis décembre 2009.

La section 2.11 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension résidents de la zone euro. Les sociétés d'assurance couvrent à la fois le secteur de l'assurance et celui de la réassurance, tandis que les fonds de pension recensent les entités qui disposent de l'autonomie de décision et tiennent une comptabilité complète (fonds de pension autonomes). Cette section contient également une ventilation géographique et sectorielle des contreparties émettrices de titres autres que des actions détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

## COMPTES DE LA ZONE EURO

La section 3.1 présente les comptes trimestriels intégrés de la zone euro, qui fournissent une information complète sur les activités économiques des ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, ainsi que sur l'interaction entre ces secteurs et la zone euro, d'une part, et le reste du monde, d'autre part. Les données brutes en prix courants sont présentées pour le dernier trimestre disponible selon une séquence simplifiée des comptes conformément au cadre méthodologique du Système européen des comptes 1995.

En résumé, la séquence des comptes (transactions) comprend : (a) le compte d'exploitation, qui montre comment l'activité productive se traduit en différentes catégories de revenus ; (b) le compte

3 JO L 211 du 11.8.2007

4 JO L 15 du 20.1.2009



d'affectation des revenus primaires, qui enregistre les recettes et les dépenses liées aux différentes formes de revenus de la propriété (pour l'ensemble de l'économie, le solde comptable du compte de revenus primaires est le revenu national) ; (c) le compte de distribution secondaire du revenu, qui montre comment le revenu national d'un secteur institutionnel varie du fait des transferts courants ; (d) le compte d'utilisation du revenu, qui retrace le mode d'affectation du revenu disponible à la consommation ou à l'épargne ; (e) le compte de capital, qui indique comment l'épargne et les transferts nets en capital sont affectés à l'acquisition d'actifs non financiers (le solde comptable du compte de capital fait apparaître une capacité nette ou un besoin net de financement) ; et (f) le compte financier, qui enregistre les acquisitions nettes d'actifs financiers et les flux nets d'engagements. Chaque transaction non financière étant reflétée par une transaction financière, le solde comptable du compte financier est aussi conceptuellement égal à la capacité nette ou au besoin net de financement calculé à partir du compte de capital.

En outre, les comptes de patrimoine d'ouverture et de fermeture sont également présentés, illustrant la santé financière de chaque secteur à un moment donné. Enfin, d'autres variations des actifs et passifs financiers (par exemple, résultant de l'incidence des variations des prix des actifs) figurent également.

La couverture sectorielle du compte financier et des comptes de patrimoine est plus détaillée pour le secteur des sociétés financières, ventilé entre les IFM, les autres intermédiaires financiers (y compris les auxiliaires financiers), et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

La section 3.2 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des comptes non financiers de la zone euro (à savoir les comptes 1 à 5 présentés ci-dessus) qui suivent également la séquence de comptes simplifiée.

La section 3.3 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) des revenus, des dépenses et des comptes d'accumulation des ménages, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique. Les transactions et soldes comptables spécifiques des secteurs sont organisés de manière à retracer plus clairement les décisions de financement et d'investissement des ménages, tout en respectant les identités comptables présentées dans les sections 3.1 et 3.2.

La section 3.4 recense des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des revenus et des comptes d'accumulation des sociétés non financières, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique.

La section 3.5 présente des flux financiers cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) et les encours des comptes de patrimoine financier des sociétés d'assurance et fonds de pension.

## **MARCHÉS FINANCIERS**

Les séries relatives aux statistiques de marchés financiers se rapportant à la zone euro recouvrent les États membres de l'UE ayant adopté l'Euro avant la période sur laquelle portent ces statistiques (composition changeante), à l'exception des statistiques relatives aux émissions de titres (sections 4.1 à 4.4) qui se rapportent à l'Euro 17 pour l'ensemble des séries temporelles (composition fixe).

Les statistiques relatives aux titres autres que les actions et les statistiques relatives aux actions cotées (sections 4.1 à 4.4) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant du SEBC et de la BRI. La section 4.5 présente les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts libellés en euros des résidents de la zone euro et aux prêts en euros qui leur sont consentis. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt du marché monétaire, au rendement des emprunts publics à long terme et aux indices des marchés boursiers (sections 4.6 à 4.8) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant de réseaux d'information financière.

Les statistiques relatives aux émissions de titres couvrent (a) les titres autres que les actions (hors produits financiers dérivés), qui sont présentés dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3, et (b) les actions cotées, qui sont présentées dans la section 4.4. Les titres de créance sont ventilés en titres à court terme et titres à long terme. Les titres à « court terme » sont ceux dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (dans des cas exceptionnels, la durée initiale est inférieure ou égale à 2 ans). Les titres (a) d'une durée initiale plus longue ou (b) aux dates d'échéance optionnelles, dont la dernière est éloignée de plus d'un an, ou (c) aux dates d'échéance indéterminées sont classés dans les émissions à « long terme ». Les titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro sont, en outre, ventilés entre émissions à taux fixe et émissions à taux variable. Les émissions à taux fixe sont celles pour lesquelles le coupon ne varie pas pendant la durée de vie des titres. Les émissions à taux variable incluent toutes les émissions pour lesquelles le coupon est périodiquement refixé par référence à un taux d'intérêt ou à un indice indépendant. Les titres libellés en euros figurant dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3 incluent également ceux libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

La section 4.1 présente les titres autres que des actions par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises. Elle présente les encours, les émissions brutes et les émissions nettes de titres autres que des actions, ventilées en (a) émissions libellées en euros et toutes devises confondues ; (b) émissions par les résidents de la zone euro et total des émissions ; et (c) ensemble des échéances et échéances à long terme. Les émissions nettes diffèrent de la variation des encours en raison d'effets de valorisation, de reclassements et d'autres ajustements. Cette section présente également les statistiques désaisonnalisées relatives, notamment, aux taux de croissance semestriels annualisés pour l'ensemble des titres de créance et les titres de créance à long terme. Les données cvs sont calculées à partir de l'indice des encours fictifs, dont les effets saisonniers ont été supprimés (pour plus de détails, cf. les notes techniques).

La section 4.2 contient une ventilation par secteurs des encours, des émissions brutes et des émissions nettes de résidents de la zone euro conforme au SEC 95. La BCE est incluse dans l'Eurosystème.

Le total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives au total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro figurant dans la section 4.1, colonne 7. Les encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les IFM figurant dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 2, sont globalement comparables aux titres de créance émis, recensés au passif du bilan agrégé des IFM dans le tableau 2 de la section 2.1, colonne 8. Le total des émissions nettes de titres de créance figurant dans le tableau 2 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives aux émissions nettes totales des résidents de la zone euro dans la section 4.1, colonne 9. L'écart résiduel entre les titres de créance à long terme et le total des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable, présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, est dû aux obligations zéro coupon et aux effets de revalorisation.

La section 4.3 présente les taux de croissance désaisonnalisés et bruts des titres de créance émis par les résidents de la zone euro (ventilés par échéances, types d'instruments, secteurs émetteurs et devises), calculés sur la base des transactions financières qui interviennent lorsqu'une entité contracte ou rembourse des engagements. Les taux de croissance excluent, par conséquent, les reclassements, les effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne découlant pas d'opérations. Les taux de croissance désaisonnalisés ont été annualisés à des fins de présentation (cf. les notes techniques pour plus de détails).

Les colonnes 1, 4, 6 et 8 du tableau 1 de la section 4.4 présentent l'encours des actions cotées émises par les résidents de la zone euro, ventilé par secteurs émetteurs. Les données mensuelles relatives aux actions cotées émises par les sociétés non financières correspondent aux séries trimestrielles présentées dans la section 3.4 (compte de patrimoine financier, actions cotées).

Les colonnes 3, 5, 7 et 9 du tableau 1 de la section 4.4 présentent les taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro (ventilés par secteurs émetteurs), établis à partir des transactions financières qui ont lieu lorsque l'émetteur émet ou rembourse des actions en numéraire sans effectuer de placements dans ses propres actions. Le calcul des taux de croissance annuels ne tient pas compte des reclassements, effets de valorisation et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

La section 4.5 présente les statistiques relatives à l'ensemble des taux d'intérêt que les IFM résidentes de la zone euro appliquent aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro correspondent à une moyenne pondérée (par volume d'activité correspondant) des taux d'intérêt appliqués dans les pays de la zone euro pour chaque catégorie.

Les statistiques de taux d'intérêt des IFM sont ventilées par types de couverture d'activité, secteurs, catégories d'instrument et échéances, durées de préavis ou périodes de fixation initiale du taux. Ces statistiques remplacent les dix séries provisoires de taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro qui étaient publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis janvier 1999.

La section 4.6 présente les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro, des États-Unis et du Japon. En ce qui concerne la zone euro, les données couvrent une large gamme de taux d'intérêt, allant des taux d'intérêt des dépôts à vue jusqu'aux taux des dépôts à 12 mois. Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux d'intérêt synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Mis à part le taux au jour le jour avant janvier 1999, les valeurs mensuelles, trimestrielles et annuelles sont des moyennes sur la période. Les taux des dépôts à vue sont représentés par les taux offerts pour les dépôts interbancaires en fin de période jusqu'en décembre 1998 inclus et par des moyennes sur la période du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'Euro (Eonia) après cette date. À compter de janvier 1999, les taux d'intérêt des dépôts à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont les taux interbancaires offerts pour les dépôts en euros (Euribor) ; avant cette date, il s'agissait des taux interbancaires offerts à Londres (Libor) lorsqu'ils étaient disponibles. Pour les États-Unis et le Japon, les taux d'intérêt des dépôts à 3 mois sont représentés par les taux interbancaires offerts à Londres (Libor).

La section 4.7 présente les taux de fin de période estimés à partir des courbes des taux nominaux au comptant basées sur les obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro et libellées en euros. Les courbes de taux sont estimées d'après le modèle de Svensson<sup>5</sup>.

5 L. E. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, n° 1 051, Londres (1994)

Les écarts entre les taux à dix ans et les taux à trois mois et à deux ans sont également publiés. D'autres courbes de taux (publications quotidiennes, comprenant des graphiques et des tableaux) ainsi que les informations méthodologiques correspondantes sont disponibles sur <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>. Les données quotidiennes peuvent également être téléchargées.

La section 4.8 contient les indices boursiers relatifs à la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

### PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

La plupart des données qui figurent dans cette section sont élaborées par la Commission européenne (essentiellement Eurostat) et les autorités statistiques nationales. Les résultats de la zone euro sont obtenus par agrégation des données de chacun des pays. Dans la mesure du possible, les données sont harmonisées et comparables. Les statistiques relatives aux indices de coûts de main-d'œuvre, aux composantes du PIB et de la dépense, à la valeur ajoutée par secteurs d'activité économique, à la production industrielle, aux ventes au détail, aux immatriculations automobiles et à l'emploi en termes d'heures travaillées sont corrigées des variations du nombre de jours ouvrés.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) relatif à la zone euro (tableau 1 de la section 5.1) est disponible à partir de 1995. Il est établi sur la base des IPCH nationaux, qui suivent la même méthodologie dans tous les pays de la zone euro. La ventilation par composantes de biens et services est établie à partir de la classification des fonctions de consommation des ménages (Coicop/IPCH). L'IPCH couvre la dépense monétaire de consommation finale des ménages résidant sur le territoire économique de la zone euro. Le tableau comprend les données désaisonnalisées de l'IPCH, calculées par la BCE, et des indices empiriques des prix administrés fondés sur l'IPCH.

Les prix à la production (tableau 2 de la section 5.1), la production industrielle, le chiffre d'affaires dans l'industrie et les ventes au détail (section 5.2) relèvent du règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil du 19 mai 1998 relatif aux statistiques conjoncturelles <sup>6</sup>. Depuis janvier 2009, la classification révisée des activités économiques (NACE Rév. 2), couverte par le règlement (CE) n° 1893/2006 du Parlement européen et du Conseil du 20 décembre 2006 établissant la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2 et modifiant le règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil ainsi que certains règlements (CE) relatifs à des domaines statistiques spécifiques <sup>7</sup>, est appliquée pour la production de statistiques conjoncturelles. En ce qui concerne les prix à la production et la production industrielle, la ventilation des produits en fonction de leur utilisation finale correspond à la subdivision harmonisée de l'industrie hors construction (NACE Rév. 2, sections B à E) en grands regroupements industriels, tels que définis dans le règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007 <sup>8</sup>. 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

<sup>6</sup> JO L 162 du 5.6.1998

<sup>7</sup> JO L 393 du 30.12.2006

<sup>8</sup> JO L 155 du 15.6.2007

de la demande intérieure de la zone euro, ou « utilisation » des matières premières, à partir des informations relatives aux importations, aux exportations et à la production intérieure pour chaque matière première (sans tenir compte, dans un souci de simplicité, des stocks, considérés comme relativement stables sur la période observée). L'indice des prix des matières premières pondéré des importations permet d'analyser les évolutions extérieures, tandis que l'indice pondéré de leur utilisation permet plus spécifiquement d'analyser les tensions qu'exercent les cours mondiaux des matières premières sur l'inflation dans la zone euro. Les indices pondérés de l'utilisation des matières premières sont des données empiriques. Pour de plus amples détails concernant la confection des indices de la BCE relatifs aux prix des matières premières, se reporter à l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

Les indices de coûts de main-d'œuvre (tableau 5 de la section 5.1) mesurent les variations des coûts de main-d'œuvre par heure ouvrée dans l'industrie (y compris la construction) et les services marchands. Leur méthodologie est définie dans le règlement (CE) n° 450/2003 du Parlement européen et du Conseil du 27 février 2003 relatif à l'indice du coût de main-d'œuvre<sup>9</sup> et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003<sup>10</sup> 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 95<sup>11</sup>. Le SEC 95 a été modifié par le règlement (UE) n° 715/2010 du 10 août 2010<sup>12</sup> introduisant les adaptations résultant de la révision de la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en décembre 2011.

Les indices relatifs au chiffre d'affaires dans l'industrie et aux ventes au détail (tableau 4 de la section 5.2) mesurent le chiffre d'affaires, y compris tous les droits et les taxes à l'exception de la TVA, enregistré durant la période de référence. Le chiffre d'affaires des ventes au détail recouvre l'ensemble du commerce de détail, à l'exclusion des véhicules à moteur et motos, et les carburants. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières recouvrent les immatriculations de voitures à usage privé et commercial. La série relative à la zone euro exclut Chypre et Malte.

Les données qualitatives ressortant des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (tableau 5 de la section 5.2) sont issues des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Les taux de chômage (tableau 4 de la section 5.3) suivent les recommandations de l'Organisation internationale du travail (OIT). Ils font référence aux personnes activement à la recherche d'un emploi, rapportées à l'ensemble de la population active, sur la base de critères et de définitions

9 JO L 69 du 13.3.2003

10 JO L 169 du 8.7.2003

11 JO L 310 du 30.11.1996

12 JO L 210 du 11.8.2010

harmonisés. Les estimations relatives à la population active servant à calculer le taux de chômage ne correspondent pas à la somme des niveaux d'emploi et de chômage figurant dans la section 5.3.

## FINANCES PUBLIQUES

Les sections 6.1 à 6.5 présentent la situation budgétaire des administrations publiques dans la zone euro. Les données sont en grande partie consolidées et sont établies à partir de la méthodologie du SEC 95. Les agrégats annuels de la zone euro figurant dans les sections 6.1 à 6.3 sont calculés par la BCE sur la base des obligations de déclaration statistique définies dans l'orientation BCE du 31 juillet 2009 relative aux statistiques de finances publiques (BCE/2009/20)<sup>13</sup>. Les données harmonisées fournies par les BCN sont régulièrement mises à jour. Les agrégats annuels relatifs au déficit et à la dette de la zone euro peuvent différer de ceux publiés par la Commission européenne. Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.4 et 6.5 sont calculés par la BCE à partir des données fournies par Eurostat et des données nationales.

La section 6.1 présente les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1500/2000 de la Commission du 10 juillet 2000<sup>14</sup> modifiant le SEC 95. La section 6.2 présente de façon détaillée la dette brute consolidée des administrations publiques en valeur nominale, conformément aux dispositions du Traité relatives à la procédure de déficit excessif (PDE). Les sections 6.1 et 6.2 englobent les données relatives aux déficits/excédents et à la dette des administrations publiques pour les différents pays de la zone euro telles que déclarées à la Commission européenne conformément au règlement du Conseil (UE) n° 679/2010, en raison de l'importance qu'elles ont dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. La section 6.3 présente les variations de la dette des administrations publiques. La différence entre la variation de la dette publique et le déficit public, l'ajustement dette-déficit, s'explique essentiellement par des opérations de l'État sur des actifs financiers et par des variations de change. La section 6.4 présente les données trimestrielles brutes relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1221/2002 du Parlement européen et du Conseil du 10 juin 2002 sur les comptes trimestriels non financiers des administrations publiques<sup>15</sup>. La section 6.5 présente les données trimestrielles relatives à la dette brute consolidée des administrations publiques, à l'ajustement dette-déficit et au besoin de financement des administrations publiques. Les calculs sont effectués à partir des données fournies par les États membres conformément au règlement (CE) n° 501/2004 et au règlement (CE) n° 1222/2004, ainsi que des données communiquées par les BCN.

## BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

Les concepts et définitions utilisés pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure (sections 7.1 à 7.4) sont généralement conformes aux recommandations du Manuel de la balance des paiements du FMI (cinquième édition, octobre 1993), à l'orientation de la BCE du 16 juillet 2004 sur les obligations de déclaration statistique établies par la BCE (BCE/2004/15)<sup>16</sup>

13 JO L 228 du 1.09.2009

14 JO L 172 du 12.7.2000

15 JO L 179 du 9.7.2002

16 JO L 354 du 30.11.2004



modifiée par l'orientation de la BCE du 31 mai 2007 (BCE/2007/3)<sup>17</sup>. Des informations complémentaires concernant les méthodologies et sources utilisées pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure figurent dans la publication de la BCE intitulée *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne) (mai 2007) et dans les rapports des groupes de travail suivants : *Portfolio investment collection systems* (juin 2002), *Portfolio investment income* (août 2003) et *Foreign direct investment* (mars 2004), qui peuvent être téléchargés sur le site internet de la BCE. En outre, un rapport du groupe de travail Qualité de la BCE/Commission européenne (Eurostat) consacré aux statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure (juin 2004) est disponible sur le site internet du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)). Le rapport annuel de qualité concernant la balance des paiements et la position extérieure de la zone euro, établi à partir des recommandations du groupe de travail et conforme aux principes fondamentaux du Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE publié en avril 2008, est disponible sur le site internet de la BCE.

Le 9 décembre 2011, l'orientation BCE relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de statistiques extérieures (BCE/2011/23)<sup>18</sup> a été adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cet acte juridique définit de nouvelles obligations de déclaration en matière de statistiques extérieures, qui reflètent principalement les modifications méthodologiques apportées à la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI* (BPM6). La BCE commencera à publier les statistiques de balance des paiements, de position extérieure et de réserves de change de la zone euro conformément à l'orientation BCE/2011/23 et au BPM6 en 2014, avec des données rétrospectives. Les tableaux des sections 7.1 et 7.4 suivent la convention de signes du *Manuel de la balance des paiements du FMI* : les excédents du compte de transactions courantes et du compte de capital sont assortis d'un signe positif, tandis que dans le compte financier, un signe positif indique une augmentation des engagements ou une diminution des avoirs. Dans les tableaux de la section 7.2, les transactions figurant au débit et au crédit sont présentées avec un signe positif. En outre, à partir du *Bulletin mensuel* de février 2008, les tableaux de la section 7.3 sont restructurés de manière à présenter ensemble les données relatives à la balance des paiements, la position extérieure et les taux de croissance qui s'y rapportent ; dans les nouveaux tableaux, les transactions sur les avoirs et les engagements qui correspondent à des augmentations des positions sont assorties d'un signe positif.

La balance des paiements de la zone euro est élaborée par la BCE. Les chiffres mensuels récents doivent être considérés comme provisoires. Les données sont révisées lors de la publication des statistiques relatives au mois suivant et/ou des données détaillées de la balance des paiements trimestrielle. Les données antérieures font l'objet d'une révision périodique ou résultant de modifications de la méthodologie d'élaboration des données d'origine.

Le tableau 1 de la section 7.2 comporte également des données corrigées des variations saisonnières relatives au compte de transactions courantes. Le cas échéant, l'ajustement prend en compte également les effets de jour ouvré, d'année bissextile et/ou des fêtes de Pâques. Le tableau 3 de la section 7.2 et le tableau 9 de la section 7.3 présentent une ventilation géographique de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro vis-à-vis des principaux partenaires, considérés à la fois isolément et par groupes, en établissant une distinction entre les États membres de l'UE

<sup>17</sup> JO L 159 du 20.6.2007

<sup>18</sup> JO L 65 du 3.3.2012



n'appartenant pas à la zone euro et les pays ou zones ne faisant pas partie de l'UE. La ventilation fait également apparaître les transactions et les positions vis-à-vis des institutions de l'UE et des organisations internationales (qui, mis à part la BCE et le Mécanisme européen de stabilité, sont considérées, statistiquement, comme n'appartenant pas à la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux. La ventilation ne couvre pas les transactions ou les positions relatives aux engagements au titre des investissements de portefeuille, aux produits financiers dérivés et aux réserves de change. Par ailleurs, aucune donnée séparée n'est fournie pour les revenus d'investissements versés au Brésil, à la Chine continentale, à l'Inde ou à la Russie. La ventilation géographique est présentée dans l'article intitulé *La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties* du *Bulletin mensuel* de février 2005.

Les données relatives au compte financier de la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro figurant dans la section 7.3 sont calculées sur la base des transactions et des positions vis-à-vis des non-résidents, la zone euro étant considérée comme une entité économique unique (cf., également, l'encadré 9 du *Bulletin mensuel* de décembre 2002, l'encadré 5 du *Bulletin mensuel* de janvier 2007 et l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de janvier 2008). La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (Par exemple, les prêts et les dépôts). La position extérieure trimestrielle est établie à l'aide du même cadre méthodologique que la position extérieure annuelle. Certaines sources de données n'étant pas disponibles tous les trimestres (ou avec un décalage), la position extérieure trimestrielle est en partie estimée à partir des transactions financières, des prix d'actifs et de l'évolution des taux de change.

Le tableau 1 de la section 7.3 récapitule la position extérieure et les transactions financières de la balance des paiements de la zone euro. La ventilation de la variation de la position extérieure annuelle s'obtient en appliquant un modèle statistique aux variations de la position extérieure autres que celles résultant des transactions, au moyen des informations tirées de la ventilation géographique et de la décomposition par devises des avoirs et des engagements, ainsi que des indices de prix appliqués à différents actifs financiers. Dans ce tableau, les colonnes 5 et 6 se rapportent aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « prêts » et « monnaie fiduciaire et dépôts » est effectuée en fonction du secteur de la contrepartie non résidente : les avoirs vis-à-vis des banques non résidentes sont classés dans les dépôts, tandis que les avoirs vis-à-vis des autres secteurs non résidents font partie des prêts. Cette ventilation suit la distinction effectuée dans d'autres statistiques, telles que celles relatives au bilan consolidé des IFM, et a été établie conformément au *Manuel de la balance des paiements du FMI*.

Les avoirs de réserve et autres avoirs et engagements gérés par l'Eurosystème sont présentés dans le tableau 7 de la section 7.3. En raison de différences de couverture et de valorisation, ces données ne sont pas entièrement comparables avec celles apparaissant dans la situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème. Les données du tableau 7 sont conformes aux recommandations établies par le cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises. Par définition, les actifs inclus dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro. Avant que les pays ne participent à la zone euro, les actifs de leurs banques centrales sont enregistrés au sein des investissements de portefeuille (s'agissant des titres) ou des autres investissements (dans le cas des autres actifs). Les variations enregistrées sur les avoirs en or de l'Eurosystème (colonne 3) résultent des transactions effectuées aux termes de l'Accord sur les avoirs

en or des banques centrales du 26 septembre 1999, renouvelé le 27 septembre 2009. Des informations plus détaillées relatives au traitement statistique des avoirs de réserve de l'Eurosystème figurent dans la publication intitulée *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octobre 2000), qui peut être téléchargée sur le site internet de la BCE. Des données plus complètes, conformes au cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises, peuvent également être obtenues sur le site internet de la BCE.

Dans le tableau 8 de la section 7.3, les statistiques relatives à la dette extérieure brute de la zone euro représentent l'encours des engagements effectifs (et non conditionnels) vis-à-vis des non-résidents nécessitant le versement par le débiteur du principal et/ou des intérêts à une ou plusieurs dates ultérieures. Le tableau 8 présente une ventilation par instruments et par secteurs institutionnels de la dette extérieure brute.

La section 7.4 contient une présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, montrant les transactions du secteur des non-IFM qui reflètent les transactions extérieures nettes des IFM. Dans les transactions du secteur des non-IFM figurent des transactions de balance des paiements pour lesquelles aucune ventilation sectorielle n'est disponible. Elles concernent les comptes de transactions courantes et de capital (colonne 2) et les produits financiers dérivés (colonne 11). Une note méthodologique mise à jour relative à la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro peut être consultée à la partie *Statistics* du site internet de la BCE. Cf., également, l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de juin 2003.

La section 7.5 présente des données relatives aux échanges de biens de la zone euro. Ces données proviennent d'Eurostat. Les données relatives aux échanges en valeur et les indices de volume sont corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés. La ventilation par produits présentée dans le tableau 1 de la section 7.5, colonnes 4 à 6 et 9 à 11, est conforme à la classification par grandes catégories économiques et correspond aux principales catégories de biens dans le Système des comptes nationaux. Les produits manufacturés (colonnes 7 et 12) et le pétrole (colonne 13) sont conformes à la définition du CTCI Rév. 4. La ventilation géographique (tableau 3 de la section 7.5) fait apparaître les principaux partenaires commerciaux, à la fois isolément et par groupes régionaux. La Chine ne comprend pas Hong-Kong. Les données relatives au commerce extérieur, notamment pour les importations, ne sont pas totalement comparables avec le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements (sections 7.1 et 7.2), en raison de différences dans les définitions retenues, les classifications, le champ couvert et les dates de recensement. Une partie de l'écart provient de l'inclusion des opérations d'assurance et de fret dans le recensement des importations de biens dans les données de commerce extérieur.

Les prix des produits industriels importés et les prix à la production des produits industriels exportés (ou prix de la production dans l'industrie pour les marchés extérieurs) présentés dans le tableau 2 de la section 7.5 ont été introduits par le règlement (CE) n° 1158/2005 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil, qui constitue le principal fondement juridique des statistiques conjoncturelles. L'indice des prix à l'importation dans l'industrie recouvre les produits industriels importés de pays n'appartenant pas à la zone euro, conformément aux sections B à E de la classification statistique des produits associée aux activités dans la Communauté économique européenne (nomenclature CPA), ainsi que l'ensemble des secteurs institutionnels des pays importateurs à l'exception des ménages, des administrations publiques et des institutions sans but lucratif. Il reflète le prix CAF (coût, assurance et fret) hors droits et taxes à l'importation, et concerne les transactions effectivement réalisées en euros au moment du transfert de la propriété des biens. Les prix à l'exportation dans l'industrie recouvrent l'ensemble des produits industriels directement

exportés par les producteurs de la zone euro vers les marchés hors zone euro, conformément aux sections B à E de la NACE Rév. 2. Les exportations des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte. Les indices reflètent le prix franco à bord (FAB) exprimé en euros et calculé aux frontières de la zone euro, comprenant les taxes indirectes à l'exception de la TVA et les autres taxes déductibles. Les prix à l'importation et à l'exportation dans l'industrie sont ventilés par grands regroupements industriels au sens du règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 11 du Bulletin mensuel de décembre 2008.

## TAUX DE CHANGE

La section 8.1 présente les indices de taux de change effectif (TCE) nominal et réel de l'euro, calculés par la BCE à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'Euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive traduit une appréciation de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés avec ces partenaires commerciaux sur les périodes comprises entre 1995 et 1997, 1998 et 2000, 2001 et 2003, 2004 et 2006 et 2007 et 2009, et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les indices de TCE sont obtenus par chaînage des indicateurs sur la base de chacun de ces cinq ensembles de pondérations à la fin de chaque période de trois ans. L'indice TCE ainsi établi a comme période de base le premier trimestre 1999. Le groupe TCE-20 de partenaires commerciaux inclut les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, ainsi que les pays suivants : Australie, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, Hong-Kong, Japon, Norvège, Singapour et Suisse. Le groupe TCE-19 n'inclut pas la Croatie. Le groupe TCE-39 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-20, les pays suivants : Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Inde, Indonésie, Islande, Israël, Malaisie, Maroc, Mexique, Nouvelle-Zélande, Philippines, Russie, Taiwan, Thaïlande, Turquie et Venezuela. Les TCE réels sont calculés à partir des indices de prix à la consommation (IPC), des indices de prix à la production (IPP), des déflateurs du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans le secteur manufacturier (CUMIM) ainsi que dans l'ensemble de l'économie (CUME). Les TCE déflatés des CUMIM sont disponibles uniquement pour le TCE-19.

Pour plus de détails concernant le calcul des TCE, cf. l'étude intitulée *Revisiting the effective exchange rates of the euro*, Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro et Cristina Pinheiro, Occasional paper n° 134 de la BCE, juin 2012, qui peut être téléchargée sur le site de la BCE.

Les taux bilatéraux indiqués dans la section 8.2 sont les moyennes mensuelles des cours de référence quotidiens pour toutes ces monnaies. Pour la couronne islandaise, le taux de change le plus récent est de 290,0 pour un euro et se rapporte au 3 décembre 2008.

## ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

Les statistiques relatives aux autres États membres de l'UE (section 9.1) suivent les mêmes principes que ceux appliqués pour les données relatives à la zone euro. Toutefois, les données relatives au compte de transactions courantes et au compte de capital ainsi qu'à la dette extérieure brute présentées dans ce tableau suivent les différents concepts nationaux et n'incluent pas les véhicules *ad hoc*. Les données pour les États-Unis et le Japon présentées dans la section 9.2 sont obtenues à partir de sources nationales.



## ANNEXES

# CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSISTÈME <sup>1</sup>



### 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 %.

<sup>1</sup> 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<sup>ER</sup> 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 2014**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,25 %, 0,75 % et 0,00 %.









## PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

### PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

### DOCUMENTS DE RECHERCHE

- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques (*Occasional paper series*)
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

### AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.

Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus gratuitement, dans la limite des stocks disponibles, sous forme d'abonnement ou à l'unité, en contactant l'adresse suivante : [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSSAIRE

Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://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 : STIPA, Montreuil (93)

Dépôt légal : Avril 2014



