



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME



La présente édition de décembre 2014 du *Bulletin mensuel* est la dernière. Cette publication sera remplacée par un nouveau *Bulletin économique*. Compte tenu du changement annoncé de la durée séparant deux réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, portée à six semaines à compter de janvier 2015, le nouveau *Bulletin économique* sera publié deux semaines après chacune de ces réunions.

BULLETIN MENSUEL DÉCEMBRE 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 nationale de Belgique et 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 3 décembre 2014.

ISSN 1561-0306 (version papier)

ISSN 1725-2989 (internet)

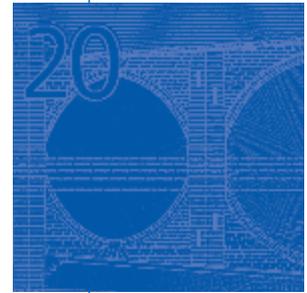


TABLE DES MATIÈRES

ÉDITORIAL	5
ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES	
1 Environnement extérieur de la zone euro	9
2 Évolutions monétaires et financières	21
Encadré 1 Évolutions récentes du compte financier de la balance des paiements de la zone euro	27
Encadré 2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 13 août au 11 novembre 2014	34
3 Prix et coûts	53
Encadré 3 Les effets indirects des évolutions des cours du pétrole sur l'inflation dans la zone euro	55
4 Production, demande et marché du travail	64
Encadré 4 La faiblesse actuelle de l'investissement dans la zone euro comparée aux évolutions observées lors des précédents épisodes de crise	67
5 Évolutions budgétaires	79
Encadré 5 Nouveaux indicateurs statistiques sur les titres de créance des administrations publiques et leur utilisation dans le cadre de l'analyse et de la surveillance budgétaires	80
Encadré 6 L'examen des projets de plans budgétaires pour 2015	85
ARTICLE	
Projections macroéconomiques de décembre 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosyntème	89
STATISTIQUES DE LA ZONE EURO	SI
ANNEXES	
Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème	I
Le système TARGET (de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel)	V
Publications de la Banque centrale européenne	VII
Glossaire	IX

ABRÉVIATIONS

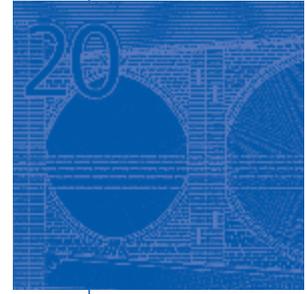
PAYS

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

AUTRES

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

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



ÉDITORIAL

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, et conformément aux indications données sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*forward guidance*), le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 4 décembre 2014, de laisser ces taux inchangés. S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'Eurosystème a commencé à acheter des obligations sécurisées et des titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*). Ces programmes dureront au moins deux ans. La deuxième opération de refinancement à plus long terme ciblée sera conduite prochainement et sera suivie de six autres opérations de ce type jusqu'en juin 2016. Prises dans leur ensemble, ces mesures auront une incidence notable sur le bilan de l'Eurosystème, qui est destiné à se rapprocher des dimensions qu'il atteignait début 2012.

Au cours des prochains mois, ces mesures contribueront à assouplir davantage l'orientation de la politique monétaire, à conforter la stratégie du Conseil des gouverneurs consistant à piloter les anticipations quant à l'orientation future des taux directeurs de la BCE et à renforcer le fait qu'il existe des différences significatives et croissantes dans le cycle de politique monétaire des principales économies avancées. Cela étant, les dernières projections macroéconomiques pour la zone euro indiquent un recul de l'inflation, accompagné d'un essoufflement de la croissance du PIB en volume et d'une atonie de la dynamique monétaire.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs réévaluera en début d'année prochaine le degré d'assouplissement monétaire accompli, l'expansion du bilan et les perspectives d'évolution des prix. Il évaluera également l'incidence plus large des évolutions récentes des cours du pétrole sur la tendance à moyen terme de l'inflation dans la zone euro. S'il devenait nécessaire d'accentuer la réponse aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation, le Conseil des gouverneurs continue d'affirmer unanimement son engagement à recourir à des instruments non conventionnels supplémentaires dans le cadre de son mandat. Cela impliquerait de modifier en début d'année prochaine l'ampleur, le rythme et le contenu des mesures. En réponse à la demande du Conseil des gouverneurs, les services de la BCE et les comités compétents de l'Eurosystème ont accéléré les préparatifs techniques en vue de nouvelles mesures qui pourraient, le cas échéant, être mises en œuvre en temps voulu. Toutes les mesures de politique monétaire ont pour objet de soutenir l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long terme, conformément à l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2%, et contribuent à ramener les taux d'inflation à ce niveau.

En ce qui concerne l'analyse économique, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2% en variation trimestrielle au troisième trimestre de l'année. Cette évolution est conforme aux précédentes indications d'un ralentissement de la dynamique de croissance en zone euro, entraînant une révision à la baisse des perspectives de croissance du PIB en volume de la zone dans les projections les plus récentes. Les dernières données et les résultats d'enquêtes allant jusqu'en novembre confirment ce scénario d'un profil de croissance plus faible pour la période à venir. Dans le même temps, les perspectives d'une reprise économique modérée se maintiennent. D'une part, la demande intérieure devrait être soutenue par les mesures de politique monétaire, l'amélioration en cours des conditions de financement, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles ainsi que par la baisse importante des prix de l'énergie, qui soutient le revenu réel disponible. De plus, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial. D'autre part, la reprise restera probablement freinée par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé.

Ces éléments sont reflétés dans les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une hausse du PIB annuel en volume

de 0,8% en 2014, de 1,0% en 2015 et de 1,5% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE, les projections de croissance du PIB en volume ont été considérablement révisées à la baisse. Des révisions à la baisse ont été apportées aux projections établies tant pour la demande intérieure que pour les exportations nettes.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro sont orientés à la baisse. En particulier, la faiblesse du rythme de croissance de la zone euro, conjuguée à l'importance des risques géopolitiques, pourrait réduire la confiance et, notamment, freiner l'investissement privé. Par ailleurs, l'insuffisance des progrès en matière de réformes structurelles dans les pays de la zone euro constitue un risque à la baisse majeur pour les perspectives économiques.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,3% en novembre 2014, après 0,4% en octobre. Par rapport au mois précédent, cette évolution reflète essentiellement une baisse plus prononcée des prix de l'énergie et une hausse annuelle légèrement plus faible des prix des services. En tenant compte du contexte actuel de très faibles taux d'inflation, il sera important d'évaluer l'incidence plus large des récentes évolutions des prix du pétrole sur les tendances d'inflation à moyen terme et d'éviter les répercussions sur les anticipations d'inflation et sur la formation des salaires.

Dans le contexte des évolutions récentes des cours du pétrole, il est essentiel de rappeler que les prévisions et les projections reposent sur des hypothèses techniques, relatives notamment aux prix du pétrole et aux taux de change. Sur la base des informations disponibles mi-novembre, au moment où les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été finalisées, les prévisions de hausse annuelle de l'IPCH s'établissaient à 0,5% pour 2014, 0,7% pour 2015 et 1,3% pour 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE, elles ont été nettement révisées à la baisse. Ces révisions reflètent principalement la diminution des cours du pétrole libellés en euros et l'incidence de la révision à la baisse des perspectives de croissance, mais elles ne tiennent pas encore compte du recul des prix du pétrole observé ces dernières semaines, étant donné la date d'arrêt des projections. Au cours des prochains mois, la progression annuelle de l'IPCH pourrait encore se ralentir, en raison de ce nouveau repli des cours du pétrole.

Le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme. Dans ce contexte, il surveillera plus particulièrement les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des variations des taux de change et des prix de l'énergie et la transmission des mesures de politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs sera particulièrement vigilant quant à l'incidence accrue des évolutions récentes des cours du pétrole sur l'orientation à moyen terme de l'inflation dans la zone euro.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données relatives à octobre 2014 confortent le diagnostic d'une expansion sous-jacente atone de la monnaie au sens large (M3), le taux de croissance annuel étant ressorti à 2,5%, comme en septembre. L'expansion annuelle de M3 continue d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 progressant à un rythme annuel de 6,2% en octobre.

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 -1,6% en octobre, après -1,8% en septembre, enregistrant un redressement progressif après le point bas de -3,2% atteint en février. Au cours des derniers mois, les remboursements nets se sont ralentis, en moyenne, par rapport aux niveaux

historiquement élevés enregistrés il y a un an. L'activité de prêt aux sociétés non financières continue de refléter le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit, des facteurs liés à l'offre de crédit ainsi que l'ajustement en cours des bilans dans les secteurs financier et non financier. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (corrigé des cessions de prêts et de la titrisation) est ressorti à 0,6% en octobre (après 0,5% en septembre). Les mesures de politique monétaire en place et l'achèvement de l'évaluation complète des bilans des banques importantes par la BCE devraient contribuer à la poursuite de la stabilisation des flux de crédit.

En résumé, un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme la nécessité de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme et d'être prêt à accentuer l'orientation accommodante de la politique monétaire, le cas échéant.

La politique monétaire a pour objectif premier de maintenir la stabilité des prix à moyen terme et son orientation accommodante contribue à soutenir l'activité économique. Toutefois, afin de renforcer l'investissement, de stimuler la création d'emplois et d'accentuer la croissance de la productivité, d'autres pans de la politique économique doivent apporter une contribution décisive. En particulier, la mise en œuvre déterminée des réformes des marchés des biens et du travail ainsi que les mesures visant à améliorer l'environnement des entreprises doivent être intensifiées dans plusieurs pays. La mise en œuvre effective et crédible des réformes structurelles est essentielle parce qu'elle suscitera des anticipations de revenus plus élevés et incitera les entreprises à investir davantage aujourd'hui, permettant à la reprise économique de se matérialiser plus tôt. Les politiques budgétaires doivent soutenir la reprise économique, tout en garantissant la soutenabilité de la dette, conformément au Pacte de stabilité et de croissance, qui demeure le point d'ancrage de la confiance. Tous les pays doivent utiliser la marge de manœuvre disponible pour mettre en place des politiques budgétaires plus propices à la croissance. Le Plan d'investissement pour l'Europe annoncé par la Commission européenne le 26 novembre 2014 soutiendra également la reprise.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient un article intitulé « Projections macroéconomiques de décembre 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème ».

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

L'économie mondiale reste sur la voie d'une reprise progressive. Après une croissance relativement modérée au début de l'année, la dynamique s'est raffermie dans certaines économies avancées, soutenue par l'apaisement des turbulences et la mise en œuvre de politiques accommodantes. Toutefois, les divergences en termes de perspectives économiques se sont creusées entre les régions et au sein de celles-ci, reflétant de plus en plus des facteurs structurels plutôt que conjoncturels, qui influencent la confiance, les évolutions des marchés financiers et les politiques économiques. Les derniers indicateurs tirés d'enquêtes font état d'un certain ralentissement de la dynamique de croissance au quatrième trimestre. Les risques géopolitiques en Ukraine/Russie et au Moyen-Orient demeurent élevés, avec toutefois des répercussions jusqu'à présent limitées sur l'activité mondiale et les prix de l'énergie. Le commerce mondial est demeuré atone, en liaison avec la faiblesse de l'investissement dans de nombreux pays, mais s'est redressé au troisième trimestre, quoiqu'à partir de bas niveaux. L'inflation mondiale a fléchi ces derniers mois, principalement sous l'effet de la forte baisse des cours du pétrole. Les tensions inflationnistes devraient rester faibles dans un contexte de surcapacités de production et de baisse des prix des matières premières.

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

La reprise mondiale demeure progressive et inégale. Après une croissance relativement modérée et volatile au niveau mondial au premier semestre de l'année, l'activité s'est redressée au second semestre, soutenue principalement par un renforcement des fondamentaux dans plusieurs des grandes économies avancées, en dépit de signes d'un certain ralentissement au quatrième trimestre. À plus long terme, l'activité mondiale devrait s'améliorer progressivement, mais la reprise devrait rester modeste. Les déséquilibres économiques accumulés conjugués à des obstacles structurels, à une incertitude politique et économique et, dans plusieurs pays, à un durcissement des conditions financières pèsent sur les perspectives de croissance à moyen terme. Les risques géopolitiques liés au conflit en Ukraine et les tensions dans certains pays producteurs de pétrole demeurent élevés mais leur incidence sur les cours du pétrole, sur l'activité mondiale et sur l'inflation a été relativement modeste jusqu'à présent, se faisant sentir principalement au travers du canal de la confiance. Des estimations provisoires montrent

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

	Taux de croissance annuels					Taux de croissance trimestriels		
	2012	2013	2014 T1	2014 T2	2014 T3	2014 T1	2014 T2	2014 T3
G20 ¹⁾	2,9	3,0	3,5	3,3	3,1	0,6	0,7	1,0
G20 (hors zone euro) ¹⁾	3,7	3,7	4,0	3,8	3,8	0,7	0,8	1,1
États-Unis	2,3	2,2	1,9	2,6	2,4	-0,5	1,1	1,0
Japon	1,5	1,5	2,6	-0,1	-1,1	1,6	-1,9	-0,4
Royaume-Uni	0,7	1,7	2,9	3,2	3,0	0,7	0,9	0,7
Danemark	-0,4	0,4	1,3	0,0	-	0,6	-0,3	-
Suède	1,3	1,6	1,8	1,9	-	-0,1	0,2	-
Suisse	1,1	1,9	2,4	1,6	1,9	0,4	0,3	0,6
Brésil	1,0	2,5	1,9	-0,9	-0,2	-0,2	-0,6	0,1
Chine	7,7	7,7	7,4	7,5	7,3	1,5	2,0	1,9
Inde	4,9	4,7	6,1	5,8	6,0	2,0	0,8	2,0
Russie ²⁾	3,4	1,3	0,9	0,8	0,7	0,1	0,2	-
Turquie	2,1	4,1	4,7	2,1	-	1,8	-0,5	-
Pologne	2,1	1,6	3,5	3,3	-	1,1	0,6	-
République tchèque	-0,9	-0,9	2,9	2,7	-	0,8	0,0	-
Hongrie	-1,7	1,2	3,3	3,7	-	1,1	0,8	-

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

1) Le chiffre pour le troisième trimestre 2014 est une estimation fondée sur les dernières données disponibles.

2) Pour la Russie, le chiffre cvs pour le troisième trimestre 2014 n'est pas disponible.

que l'activité économique au sein du G20 (hors zone euro) a progressé de 1,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014, dans un contexte de persistance d'une forte variabilité entre les pays (cf. tableau 1). La croissance s'est renforcée aux États-Unis et est demeurée robuste au Royaume-Uni, soutenue par la vigueur de la demande intérieure. En revanche, le PIB s'est contracté au Japon pour le deuxième trimestre consécutif, conduisant la banque centrale nipponne à prendre de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif. En Chine, l'activité s'est légèrement ralentie, principalement en raison d'un fléchissement de l'investissement. S'agissant des autres économies de marché émergentes, le Brésil a connu une faible croissance et une inflation élevée au cours des derniers trimestres, tandis qu'en Russie la croissance a été freinée en partie en raison d'un durcissement des conditions financières et des sanctions internationales. L'économie indienne s'est en revanche redressée.

Les indicateurs les plus récents relatifs au climat des affaires font état d'une dynamique positive mais légèrement moins soutenue au quatrième trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat hors zone euro est resté globalement inchangé en novembre, à un niveau légèrement inférieur à sa moyenne de long terme et au résultat du troisième trimestre, en raison d'une baisse relativement importante dans le secteur manufacturier (cf. graphique 1). Les évolutions ont été contrastées d'un pays à l'autre, les indices composites des directeurs d'achat enregistrant des améliorations significatives pour le Royaume-Uni, le Japon et l'Inde mais des détériorations pour les États-Unis, la Chine et la Russie. Pour la suite, la composante relative aux nouvelles commandes de l'indice composite mondial des directeurs d'achat s'est inscrite en légère baisse, suggérant une reprise plus progressive de l'activité mondiale en novembre. Par ailleurs, les indicateurs composites avancés de l'OCDE, qui sont censés anticiper les points de retournement de l'activité économique par rapport à la tendance, ont fait état de perspectives contrastées entre les principales économies en septembre, caractérisées par un recul de la croissance au Japon, une stabilité aux États-Unis, au Brésil et en Chine, un

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

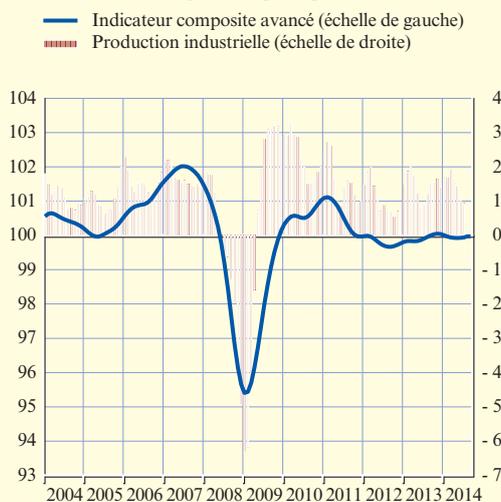
(cvs ; données mensuelles)



Source : Markit.

Graphique 2 Indicateur composite avancé et production industrielle

(échelle de gauche : moyenne de l'indice normalisé = 100 ; échelle de droite : variations 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.

léger fléchissement du rythme de la croissance au Royaume-Uni, quoique à partir de niveaux élevés, et une amélioration de la dynamique en Inde (cf. graphique 2). Dans le même temps, l'indice tiré de l'enquête *World Economic Climate* menée par l'institut Ifo s'est inscrit en net recul pour le quatrième trimestre 2014, atteignant son plus bas niveau depuis le troisième trimestre 2013.

Le commerce mondial se redresse progressivement à partir de faibles niveaux mais demeure relativement atone. Après s'être accentuée début 2014, la dynamique des échanges internationaux s'est un peu ralentie au deuxième trimestre de l'année puis s'est redressée fortement au troisième trimestre. Selon le Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), les importations mondiales de biens en volume ont augmenté de 2,1 % au troisième trimestre. La reprise a concerné à la

fois les économies avancées et les économies de marché émergentes, la principale exception étant les États-Unis, où le commerce des marchandises s'est considérablement ralenti. Ailleurs, des améliorations notables ont été enregistrées au Japon, dans les pays émergents d'Asie et en Amérique latine. Toutefois, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a légèrement fléchi en novembre, indiquant un certain ralentissement de la dynamique des échanges internationaux vers la fin de l'année.

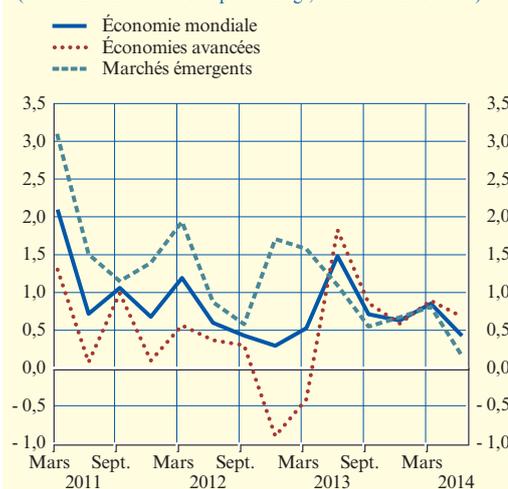
Globalement, les sources de la faiblesse sous-jacente du commerce mondial se sont progressivement déplacées des économies avancées vers les économies de marché émergentes (cf. graphique 3). Ce déplacement de la croissance du commerce mondial a résulté d'un ralentissement sensible dans les pays émergents d'Asie, en Amérique latine, en Russie et en Europe centrale et orientale en raison d'obstacles spécifiques aux pays.

Dans une perspective de plus long terme, la faiblesse de la réaction des échanges internationaux à la reprise progressive de l'économie mondiale est frappante. L'élasticité des échanges mondiaux, mesurée par le taux de croissance moyen des importations divisé par le taux de croissance moyen du PIB, est revenue de 1,7 avant la crise financière mondiale (entre 1990 et 2007) à juste 1,0 depuis 2011. Cette évolution s'explique en partie par la croissance exceptionnellement faible de l'investissement, une composante de la demande généralement fortement dépendante des échanges, dans plusieurs grandes économies mondiales.

Globalement, les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème (cf. l'article du présent *Bulletin mensuel*) ne prévoient qu'un renforcement modeste de la croissance économique mondiale. Même si certaines grandes économies avancées bénéficient de l'apaisement des turbulences et de politiques accommodantes, des défis structurels croissants et le durcissement des conditions financières limitent les perspectives de croissance pour les économies de marché émergentes. La reprise de la croissance du commerce mondial devrait également être très progressive, l'élasticité des échanges par rapport à l'activité demeurant, à moyen terme, inférieure à sa moyenne de long terme.

Graphique 3 Croissance des importations

(variations trimestrielles en pourcentage, données trimestrielles)



Source : Calculs de la BCE.

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

1.2 ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

L'inflation mondiale s'est ralentie depuis juin, après une légère accélération plus tôt dans l'année, la hausse globale des prix à la consommation dans la zone OCDE se stabilisant à 1,7 % en rythme annuel en octobre. Le ralentissement de l'inflation a principalement résulté d'une contribution légèrement négative de la composante énergie, compensée par une hausse des prix des produits alimentaires. Hors produits alimentaires et énergie, la hausse annuelle de l'IPC dans l'OCDE est également restée stable, ressortant à 1,8 % en octobre (cf. tableau 2). Dans les économies avancées, la hausse des prix à la consommation s'est ralentie au Japon, est restée stable aux États-Unis et s'est accélérée au Royaume-Uni. Les évolutions ont également été contrastées entre les économies de marché émergentes, la hausse annuelle des prix à la consommation affichant un recul en Inde, une stabilité globale en Chine et au Brésil, et une accélération en Russie. À plus long terme, l'inflation devrait rester faible, dans un contexte de résorption très lente des excédents de capacités de production et de faiblesse des cours des matières premières.

Les perspectives d'inflation au niveau mondial sont fortement influencées par les évolutions des prix des matières premières, en particulier des cours du pétrole. Depuis début juillet 2014, les prix du pétrole se sont inscrits en baisse, atteignant des niveaux proches de 84 dollars le baril en moyenne durant le trimestre en cours. Le 3 décembre, le cours du *Brent* se situait à 71 dollars le baril, soit un niveau inférieur de 35 % environ à celui observé un an auparavant (cf. graphique 4). Cette baisse des cours du pétrole reflète une offre de pétrole supérieure à la demande. En dépit des conflits en Libye et en Irak, la production de l'OPEP a été supérieure à la cible officielle de l'organisation, tandis que la production de pétrole des pays n'appartenant pas à l'OPEP a augmenté en liaison avec l'exploitation du pétrole de schiste aux États-Unis. Dans le même temps, la demande de pétrole est demeurée faible, en partie en raison d'un ralentissement dans le secteur industriel chinois. Le marché à terme du pétrole s'attend à une légère hausse des cours à moyen terme, les contrats à terme décembre 2015 sur le *Brent* se négociant à 76 dollars le baril.

Tableau 2 Évolution des prix dans une sélection d'économies

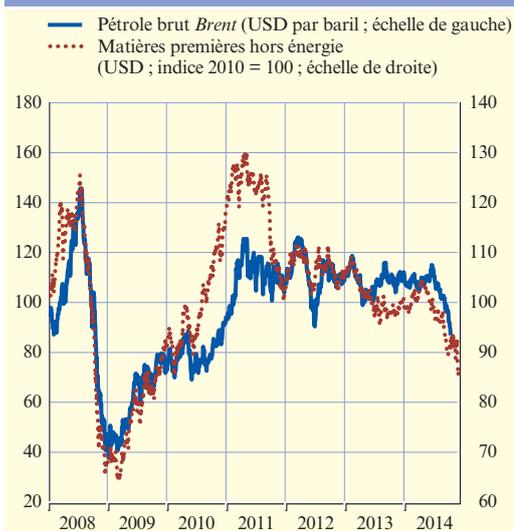
(variations annuelles en pourcentage)

	2012	2013	2014 Mai	2014 Juin	2014 Juillet	2014 Août	2014 Sept.	2014 Oct.
OCDE	2,3	1,6	2,1	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7
États-Unis	2,1	1,5	2,1	2,1	2,0	1,7	1,7	1,7
Japon	0,0	0,4	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2	2,9
Royaume-Uni	2,8	2,6	1,5	1,9	1,6	1,5	1,2	1,3
Danemark	2,4	0,5	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3
Suède	0,9	0,4	0,1	0,5	0,4	0,2	0,0	0,3
Suisse	-0,7	-0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
Brésil	5,4	6,2	6,4	6,5	6,5	6,5	6,7	6,6
Chine	2,6	2,6	2,5	2,3	2,3	2,0	1,6	1,6
Inde	9,7	10,1	8,3	7,5	8,0	7,7	6,5	5,5
Russie	5,1	6,8	7,6	7,8	7,4	7,6	8,0	8,3
Turquie	8,9	7,5	9,7	9,2	9,3	9,5	8,9	9,0
Pologne	3,7	0,8	0,3	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
République tchèque	3,5	1,4	0,5	0,0	0,6	0,7	0,8	0,7
Hongrie	5,7	1,7	0,0	-0,1	0,5	0,3	-0,5	-0,3
Pour mémoire :								
Hors énergie et produits alimentaires OCDE	1,8	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8

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

Les prix des matières premières hors énergie se sont inscrits sur une tendance légèrement haussière depuis le début du quatrième trimestre, après une baisse en septembre. Depuis début octobre, les prix des matières premières hors énergie ont augmenté de 2 %, reflétant une augmentation de 8 % pour les céréales et de 2 % pour les métaux. Les températures exceptionnellement rigoureuses aux États-Unis, ainsi que le conflit en cours entre deux importants fournisseurs de céréales, l'Ukraine et la Russie, qui affecte à la fois les activités de culture et de négoce, ont récemment entraîné une hausse des prix des céréales. L'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie (libellés en dollars) est actuellement inférieur de 8 % environ au niveau enregistré un an auparavant, principalement en raison d'une baisse des prix des céréales liée à une récolte record aux États-Unis.

Graphique 4 Principales évolutions des prix des matières premières



Sources : Bloomberg et HWWI.

1.3 ÉVOLUTIONS DANS UNE SÉLECTION D'ÉCONOMIES

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, l'activité économique s'est accélérée au cours des derniers trimestres, après une forte volatilité des données au début de l'année. Après le fort rebond observé au deuxième trimestre 2014, la croissance économique robuste s'est poursuivie au troisième trimestre. Selon la deuxième estimation du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a progressé de 3,9 % en rythme annualisé (1,0 % en glissement trimestriel), soutenu par la demande tant intérieure qu'extérieure. Les exportations nettes ont apporté une contribution positive significative à la croissance, en liaison avec une forte progression des exportations et un recul des importations. Dans le même temps, les dépenses de consommation privée et la FBCF ont également contribué positivement à la croissance, confirmant la robustesse des fondamentaux économiques.

Les indicateurs à haute fréquence disponibles laissent penser que l'économie américaine devrait conserver une dynamique de croissance positive au dernier trimestre 2014, même si la croissance du PIB en volume pourrait légèrement se ralentir par rapport aux deux trimestres précédents. La consommation privée est soutenue par des effets de richesse positifs, par la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail qui a entraîné une accélération de la croissance du revenu disponible, par les niveaux élevés de la confiance des consommateurs et, depuis l'été dernier, par la forte baisse des prix de l'essence. Les perspectives d'activité à court terme restent également favorables, au vu des niveaux élevés de la confiance des chefs d'entreprise. S'agissant du marché de l'immobilier résidentiel, les données récentes vont dans le sens d'une poursuite de la reprise modérée, comme le montre la progression des ventes de logements, des mises en chantier et des permis de construire au cours des derniers mois. Dans le même temps, les prix des logements conservent leur dynamique haussière, même si le taux de croissance s'est légèrement ralenti dernièrement, tandis que le ratio des prix des logements rapportés aux loyers est revenu à des niveaux proches de ses moyennes historiques. En ce qui concerne les échanges commerciaux, le renforcement attendu de la demande intérieure,

en particulier les composantes de la dépense les plus génératrices d'importations telles que l'investissement, devrait également entraîner une augmentation des importations au dernier trimestre 2014. En revanche, la dynamique de la croissance des exportations devrait être freinée par l'appréciation récente du dollar.

À plus long terme, la reprise économique devrait se poursuivre aux États-Unis, avec une croissance supérieure à la tendance, grâce à la poursuite de l'embellie sur les marchés du travail et du logement, à des conditions financières accommodantes et à la dissipation des effets défavorables de l'assainissement des bilans des ménages et de la politique budgétaire.

L'inflation s'est ralentie par rapport au pic récent enregistré en mai et s'est stabilisée au cours des trois derniers mois. La hausse annuelle de l'IPC global est ressortie à 1,7 % en octobre, soit une baisse de 0,5 point de pourcentage depuis mai. Cette évolution reflète essentiellement la disparition de facteurs temporaires, notamment la forte baisse des coûts de l'énergie (- 1,6 % en rythme annuel en octobre contre 3,4 % en mai) ainsi qu'une stabilisation de la hausse des prix des services. En revanche, la hausse des prix des produits alimentaires et du logement s'est légèrement accentuée au cours des cinq derniers mois. La hausse annuelle de l'IPC hors produits alimentaires et énergie a été globalement stable au cours des derniers mois, ressortant à 1,8 % en octobre. À plus long terme, l'inflation devrait s'accélérer progressivement, soutenue par la lente réduction de la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail, même si la récente appréciation du dollar et les baisses des cours du pétrole exerceront une incidence modératrice sur l'inflation à court terme.

Dans un contexte d'amélioration générale des perspectives économiques, le Comité fédéral de l'*open market* a annoncé, lors de sa réunion des 28 et 29 octobre 2014, sa décision de mettre fin à son programme d'achat d'actifs fin octobre. Le Comité a réaffirmé que, pour déterminer la durée du maintien de la fourchette de 0 %-0,25 % pour le taux objectif des fonds fédéraux, il « tiendra compte d'un grand nombre d'informations, notamment de mesures de la situation sur le marché du travail, des indicateurs de tensions inflationnistes et des anticipations d'inflation, ainsi que des chiffres relatifs aux évolutions financières ».

JAPON

Au Japon, l'activité économique a été plus faible que prévu au troisième trimestre, après une forte contraction au deuxième trimestre. Selon la première estimation provisoire publiée par les autorités nipponnes, le PIB en volume s'est contracté, de façon inattendue, de 0,4 % au troisième trimestre, après un recul de 1,9 % au deuxième trimestre lié au rééquilibrage de l'activité après la hausse de la taxe sur la consommation intervenue le 1^{er} avril 2014. La contraction de la production au troisième trimestre était principalement imputable aux stocks, ainsi qu'à un recul de l'investissement tant résidentiel que non résidentiel. La consommation privée a renoué avec la croissance au cours du troisième trimestre, mais est demeurée modérée, tandis que les exportations ont rebondi, après la faiblesse qui prévalait depuis le second semestre 2013. Les importations ayant également augmenté, les exportations nettes n'ont apporté qu'une contribution mineure à la croissance.

La croissance devrait repartir au quatrième trimestre. Les dernières données solides relatives à l'immobilier résidentiel laissent penser que l'investissement résidentiel a commencé à se redresser, annulant une partie du recul enregistré au troisième trimestre. Selon des données provisoires, la production industrielle a augmenté de 0,2 % en glissement mensuel en octobre et l'indice des directeurs d'achat relatif à la production manufacturière a atteint 52,7.

S'agissant des évolutions des prix, la hausse de l'IPC s'est inscrite sur une tendance baissière depuis mai 2014, ressortant à 2,9 % en rythme annuel en octobre, l'incidence de la dépréciation antérieure du yen s'étant dissipée et les prix de l'énergie ayant continué de baisser. Tandis qu'à moyen terme, la baisse des prix de l'énergie devrait doper le revenu disponible, à court terme, elle pourrait freiner la tendance à la hausse des prix et des anticipations d'inflation qui caractérise le Japon depuis le lancement du programme *Abenomics*. Enfin, la hausse de l'IPC hors incidence directe du relèvement de la taxe sur la consommation est à présent estimée à 1 % environ selon les derniers chiffres de la Banque du Japon.

Lors de sa dernière réunion de politique monétaire, le 19 novembre 2014, la Banque du Japon a décidé de laisser ses grandes orientations inchangées. Cela fait suite à sa décision, prise en octobre, d'élargir son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif, par le biais d'une accélération du rythme annuel de croissance de la base monétaire, porté à 80 000 milliards de yens environ (contre 60 000-70 000 milliards précédemment). La décision a été prise pour prévenir les risques à la baisse sur les prix liés à l'atonie de la demande après la hausse de la taxe sur la consommation ainsi qu'à la forte baisse des cours du pétrole.

ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité économique est demeuré soutenu au cours des trois premiers trimestres de 2014. La croissance a été alimentée par la vigueur de la demande intérieure, notamment la consommation privée et l'investissement dans l'immobilier résidentiel, qui a bénéficié, pour sa part, de la baisse de l'incertitude macroéconomique et de conditions de crédit relativement favorables. Le marché du travail a continué de s'améliorer et le taux de chômage est revenu à son plus bas niveau depuis cinq ans, soit 6,0 %, sur la période de trois mois s'achevant en septembre, contre plus de 7 % un an auparavant. Pour l'avenir, les données à haute fréquence et les enquêtes relatives aux anticipations laissent penser que la croissance économique restera vigoureuse à court terme, même s'il est probable que le rythme de l'expansion se modèrera quelque peu par rapport aux trois premiers trimestres de 2014. À moyen terme, la nécessité d'un ajustement des bilans des secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique.

En 2014, l'inflation est restée inférieure à la cible de 2 % fixée par la Banque d'Angleterre. La hausse annuelle de l'IPC s'est légèrement accentuée, ressortant à 1,3 % en octobre, en raison essentiellement d'effets de base positifs imputables aux prix des transports. La hausse des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie s'est stabilisée autour de 1,5 % en octobre. Dans l'ensemble, les tensions inflationnistes devraient demeurer contenues et le taux d'inflation devrait continuer de diminuer à court terme, reflétant les baisses des prix de l'énergie et des importations.

Lors de sa réunion du 4 décembre 2014, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir son taux directeur à 0,5 % et le montant de son programme de rachat d'actifs à 375 milliards de livres.

AUTRES PAYS EUROPÉENS

En Suède, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014, après une hausse de 0,5 % le trimestre précédent. Au Danemark, l'activité économique s'est accélérée, passant de 0,1 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014 à 0,5 % au troisième trimestre. Dans ces deux pays, l'activité économique a été essentiellement soutenue par la demande intérieure. En ce qui concerne la période à venir, la croissance du PIB en volume devrait se renforcer dans les deux pays. S'agissant de l'évolution des prix, la hausse de l'IPCH est demeurée globalement modérée

au cours des derniers mois, ressortant à 0,3 % au Danemark et en Suède en octobre. En Suisse, l'activité s'est quelque peu ralentie depuis début 2014, en raison d'un affaiblissement de la demande intérieure et du faible niveau des exportations, tandis que l'inflation restait proche de zéro. Le PIB ne devrait connaître qu'une croissance modeste en liaison avec la modération de la consommation privée, l'augmentation seulement progressive de l'investissement et la faiblesse des conditions de la demande extérieure. Cependant, la progression du revenu disponible, le bas niveau des taux d'intérêt et l'immigration devraient continuer de soutenir les perspectives de croissance à moyen terme.

Dans les principaux pays d'Europe centrale et orientale (PECO) appartenant à l'UE, l'expansion de l'activité s'est poursuivie à des rythmes variables au troisième trimestre 2014, après la robuste croissance d'ensemble observée au premier semestre. Au troisième trimestre, la croissance a été particulièrement soutenue en Roumanie, où le PIB en volume a augmenté de 1,9 % en rythme trimestriel, après une contraction de 0,3 % au deuxième trimestre. L'activité économique est également demeurée vigoureuse en Pologne, où le taux de croissance trimestriel du PIB en volume est passé à 0,9 % au troisième trimestre, après 0,7 % au deuxième trimestre. En République tchèque, la croissance du PIB en volume s'est également accélérée, atteignant un rythme trimestriel de 0,4 % au troisième trimestre, après 0,2 % au trimestre précédent. Parallèlement, en Hongrie, la croissance du PIB en volume a continué de se ralentir au troisième trimestre, ressortant à 0,5 % contre 0,8 % le trimestre précédent. À plus long terme, l'activité économique dans les pays d'Europe centrale et orientale devrait demeurer relativement solide, soutenue par le renforcement progressif de la demande intérieure. En revanche, l'activité à l'exportation devrait fléchir, reflétant la baisse de la demande provenant des principaux partenaires commerciaux de la région et les perturbations des échanges entraînées par les tensions géopolitiques entre la Russie et l'Ukraine. La hausse annuelle de l'IPCH dans la région des PECO demeure faible dans l'ensemble. Bien qu'elle se soit légèrement accélérée ces derniers mois en République tchèque et en Roumanie, elle ressort à un niveau proche des points bas historiques (autour de zéro) en Pologne et en Hongrie. Ces évolutions reflètent à la fois la baisse des prix des produits alimentaires et de l'énergie, traduisant essentiellement des évolutions mondiales, et les tensions relativement contenues sur les coûts d'origine interne.

En Turquie, après la forte augmentation enregistrée l'année précédente, l'activité économique s'est contractée de 0,5 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, en raison d'une faiblesse généralisée de l'ensemble des composantes. Pour le reste de l'année, les indicateurs à haute fréquence et les indicateurs avancés vont dans le sens d'un rythme de croissance modéré. Du côté positif, la dynamique de la production industrielle et des ventes au détail s'est récemment améliorée à mesure que l'assouplissement de l'orientation monétaire, mis en œuvre depuis mai, se répercute sur l'économie. Du côté négatif, les conditions financières extérieures se sont détériorées, tandis que la demande étrangère s'est affaiblie, reflétant l'atonie de la croissance au sein de l'UE, la montée des tensions en Irak et le fléchissement de la demande en provenance de Russie. Par ailleurs, l'inflation est restée à un niveau élevé, érodant ainsi le pouvoir d'achat des ménages.

En Russie, la croissance économique est demeurée anémique en 2014. Au deuxième trimestre, le PIB en volume n'a augmenté que de 0,2 % en rythme trimestriel, en raison d'un fléchissement marqué de la consommation privée. L'intensification du conflit avec l'Ukraine, qui a entraîné un resserrement des conditions financières, des restrictions sur les financements et les échanges, une accélération des tensions inflationnistes et une hausse de l'incertitude, a freiné la croissance au second semestre de l'année. La récente baisse des prix du pétrole fait peser de nouvelles tensions sur l'économie, déjà contrainte par d'importantes rigidités structurelles, avec d'éventuelles implications négatives sur les projets d'investissement liés à l'énergie. Les prix à la consommation ont continué de s'inscrire en hausse pour atteindre 8,3 % en rythme annuel en octobre, soit un niveau considérablement

supérieur à la cible de 4 % fixée par la banque centrale (assortie d'un intervalle de tolérance de $\pm 1,5$ point de pourcentage). Ces évolutions reflètent essentiellement la dépréciation sensible du rouble et la hausse des prix des produits alimentaires, qui ont conduit la banque centrale à resserrer de nouveau l'orientation de sa politique monétaire en relevant à plusieurs reprises son taux d'intérêt directeur au cours de l'année, jusqu'à 9,5 % en novembre 2014 (+ 400 points de base depuis le début de l'année).

PAYS ÉMERGENTS D'ASIE

Le fléchissement progressif de la croissance du PIB en Chine, observé depuis fin 2013, s'est prolongé au troisième trimestre. La consommation et les échanges ont apporté la principale contribution à la croissance, tandis que celle de l'investissement s'est affaiblie, reflétant pour l'essentiel un ralentissement de l'investissement résidentiel et une croissance plus modérée du crédit. Malgré la poursuite de sa détérioration, le marché immobilier chinois montre les premiers signes d'une stabilisation. Le rythme du fléchissement de l'activité et des prix dans l'immobilier s'est atténué au début du quatrième trimestre, à la suite de la mise en œuvre d'un certain nombre de mesures accommodantes par les autorités centrales et locales au cours des derniers mois, telles que la baisse des exigences en matière de dépôts et des restrictions d'achats. Par ailleurs, le processus d'urbanisation en cours et la forte croissance des revenus continuent de soutenir cette activité.

Les tensions sur les prix à l'échelle de l'économie s'inscrivent sur une tendance baissière et fluctuent aux alentours des plus bas historiques observés il y a deux ans et demi, reflétant la faiblesse de la demande et l'existence de surcapacités dans l'industrie lourde. En particulier, la variation de l'indice des prix à la production se situe en territoire négatif depuis 32 mois, soit la plus longue période depuis 1997. En liaison avec la faiblesse de l'inflation, la Banque populaire de Chine a abaissé les taux créditeurs et débiteurs de référence le 21 novembre 2014, pour la première fois depuis juillet 2012. Conformément à l'objectif des autorités de limiter la hausse de l'endettement à l'échelle de l'ensemble de l'économie, les flux de crédit ont continué de diminuer, en raison notamment d'un contrôle plus strict des activités bancaires parallèles. Traduisant peut-être cette accumulation de la dette, les créances douteuses sont en constante augmentation depuis 2012 et ont fortement progressé au troisième trimestre de cette année. Cependant, elles sont encore extrêmement faibles dans une perspective historique (1 % environ de l'encours des prêts).

S'agissant des autres économies émergentes d'Asie, le redressement économique reste progressif, après une période de croissance atone, le ralentissement de l'économie chinoise au cours des derniers mois ayant particulièrement affecté de nombreuses économies exportatrices de la région.

En Inde, la confiance demeure forte depuis l'élection du nouveau gouvernement et les marchés boursiers continuent de s'envoler. Le sentiment économique favorable est conforme à la croissance du PIB de 6 % en rythme annuel (aux prix de marché) observée au troisième trimestre 2014. En tant qu'important importateur net de matières premières, l'Inde bénéficie de la baisse des prix de ces produits, tandis que ses exportations tirées par les services sont moins affectées par l'actuelle faiblesse de la demande mondiale de produits manufacturés. L'inflation s'est également inscrite en fort recul au cours de l'année, reflétant les baisses des prix des produits alimentaires et de l'énergie ainsi que des politiques budgétaire et monétaire restrictives.

En Indonésie, l'amélioration du sentiment économique liée à l'élection du nouveau président ne s'est pas encore traduite par une progression des performances économiques, et la croissance du PIB est restée faible au troisième trimestre 2014, ressortant à 1,2 % en rythme trimestriel, essentiellement en raison de l'atonie des conditions de la demande extérieure. Après une forte baisse au cours des

huit premiers mois de l'année, l'inflation s'est accélérée sur fond de réduction des subventions aux carburants récemment décidée par le nouveau gouvernement. En réponse à la hausse des prix des carburants, la banque centrale d'Indonésie a décidé d'augmenter son taux directeur de 25 points de base, à 7,75 %. En Corée du Sud, la croissance du PIB s'est légèrement renforcée au troisième trimestre 2014 (de 0,9 % en rythme trimestriel), la consommation ayant bénéficié de mesures monétaires et budgétaires de relance. Cependant, l'atonie de la demande en provenance de Chine et la faiblesse du yen ont affecté les exportations de la Corée, qui se sont contractées au troisième trimestre, suscitant des incertitudes en ce qui concerne la reprise tirée par les exportations. La hausse des prix à la consommation demeurant faible, la Banque de Corée a décidé de baisser à nouveau ses taux directeurs de 25 points de base en octobre.

AMÉRIQUE LATINE

Le ralentissement de la croissance en Amérique latine s'est poursuivi au second semestre de l'année, avec une accentuation des tendances divergentes au sein de la région. Les évolutions reflètent essentiellement des faiblesses domestiques marquées, en partie associées à la baisse des prix des matières premières et à la hausse des coûts de production, mais également à des déséquilibres considérables dans certaines économies importantes.

Le Brésil est confronté à un environnement de croissance faible et d'inflation élevée. Après deux trimestres de croissance négative, le PIB en volume n'a augmenté que de 0,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014, soutenu par la consommation des administrations publiques et par l'investissement, tandis que la consommation privée a continué de se dégrader. Le resserrement important de l'orientation de la politique monétaire, le fléchissement de la demande extérieure, la faiblesse de la confiance et les incertitudes politiques ont pesé sur la croissance. Dans le même temps, les tensions inflationnistes se sont intensifiées au cours des derniers mois, dépassant la limite supérieure (6,5 %) de la cible d'inflation, sous l'effet, dans une large mesure, de la dépréciation du taux de change. Ce facteur, conjugué à des anticipations d'inflation élevées, a incité la banque centrale à relever de nouveau son taux directeur, de 25 points de base, le portant ainsi à 11,25 % en octobre.

L'Argentine se trouve actuellement dans une phase de récession. Selon l'indicateur d'activité économique mensuel, la production en volume a diminué de 0,2 % en rythme annuel en septembre 2014. Le niveau élevé des déséquilibres intérieurs, l'importance de l'inflation et la faiblesse de la situation budgétaire freinent la croissance. La baisse de la demande en provenance du Brésil, un des principaux partenaires commerciaux de l'Argentine, et la hausse de l'incertitude après son défaut technique sur la dette détenue par des créanciers étrangers fin octobre ont toutes deux fait peser une charge supplémentaire sur l'économie.

En revanche, au Mexique, l'activité se redresse après le ralentissement marqué observé en 2013, à la faveur du raffermissement de la demande américaine, de la politique budgétaire expansionniste et de la faiblesse des taux d'intérêt. La croissance du PIB en volume s'est établie à 0,5 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014, après 1 % le trimestre précédent. Ce ralentissement s'explique essentiellement par les faiblesses enregistrées à la fois dans les secteurs de l'industrie et des services, tandis que la production agricole s'est améliorée. Néanmoins, le gouvernement intensifie ses efforts pour mettre en œuvre l'important train de réformes structurelles introduites depuis 2013, visant à renforcer la croissance dans les années à venir. La hausse annuelle des prix à la consommation s'est accentuée ces derniers mois, ressortant à 4,3 % en octobre 2014, essentiellement sous l'effet des prix agricoles et de l'énergie.

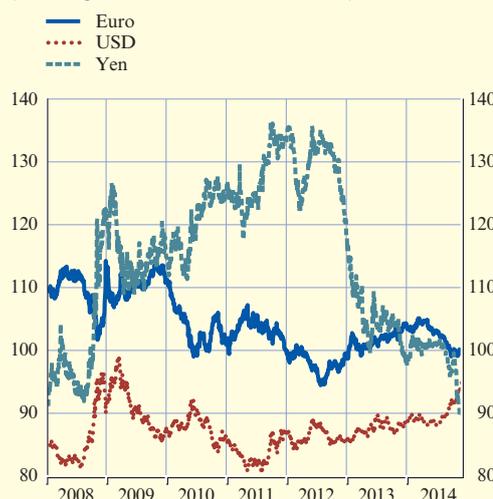
I.4 TAUX DE CHANGE

Entre début septembre et le 3 décembre 2014, l'euro s'est déprécié vis-à-vis des devises de la plupart des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les fluctuations des taux de change ont été largement liées aux évolutions des anticipations relatives à la politique monétaire future, ainsi qu'aux ajustements des anticipations des marchés concernant les perspectives économiques pour la zone euro comparées à celles d'autres grandes économies. Le 3 décembre 2014, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone, se situait 1,8 % au-dessous de son niveau de début septembre et 3,9 % au-dessous du niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 5 et tableau 3).

Cependant, le mouvement d'ensemble baissier du taux de change effectif de l'euro au cours de la période sous revue masque certains profils d'évolution divergents des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises hors UE. En termes bilatéraux, depuis début septembre, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 6,1 %) et, dans une bien moindre mesure, de la livre sterling. En revanche, il s'est considérablement apprécié vis-à-vis du yen (de 7,5 %) à la suite de l'annonce, fin octobre, de l'élargissement du programme d'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif par la Banque du Japon. Durant cette période, l'euro s'est également apprécié vis-à-vis de la plupart des monnaies des pays exportateurs de matières premières et par rapport à certaines devises des économies de marché émergentes d'Asie, à l'exception notable du renminbi chinois, vis-à-vis duquel il s'est affaibli de 6,1 %. Dans

Graphique 5 Taux de change effectif nominal de l'euro, du dollar et du yen

(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. Les taux de change effectifs nominaux du dollar et du yen sont calculés vis-à-vis des monnaies des trente-neuf principaux partenaires commerciaux des États-Unis et du Japon.

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

Source : BCE.

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

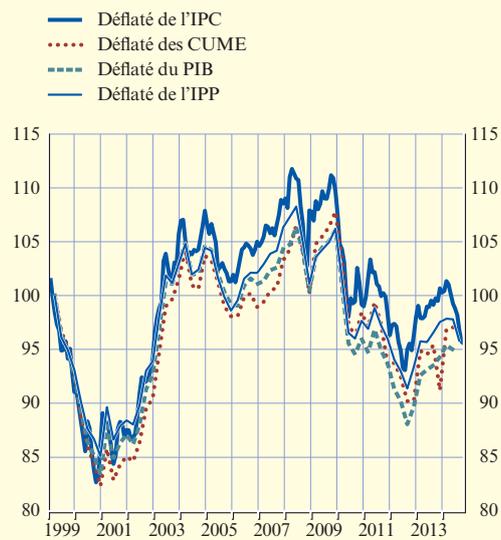
le même temps, depuis début septembre, l'euro s'est apprécié de 33,5 % vis-à-vis du rouble russe.

S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié au cours des trois derniers mois face à la couronne suédoise (de 0,9 %), à la kuna croate (de 0,8 %) et au leu roumain (de 0,7 %), mais s'est déprécié vis-à-vis du forint hongrois (de 2,4 %) et du zloty polonais (de 1,2 %). 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.

S'agissant des indicateurs de la compétitivité internationale de la zone euro en termes de prix et de coûts, en novembre 2014, le taux de change effectif réel de l'euro, calculé sur la base des prix à la consommation, s'établissait 4,0 % en deçà de son niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 6). Ce recul reflète à la fois la dépréciation du taux de change effectif nominal et un rythme de hausse des prix à la consommation légèrement moins élevé dans la zone euro que chez ses principaux partenaires commerciaux.

Graphique 6 Taux de change effectifs réels de l'euro

(données mensuelles/trimestrielles ; indice T1 1999 = 100)



Source : BCE.

Notes : Les taux de change effectifs réels de l'euro se calculent par rapport aux monnaies des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les séries sont déflatées, respectivement, de l'indice des prix à la consommation (IPC), des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie (CUME), du déflateur du PIB (PIB) et de l'indice des prix à la production (IPP).

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

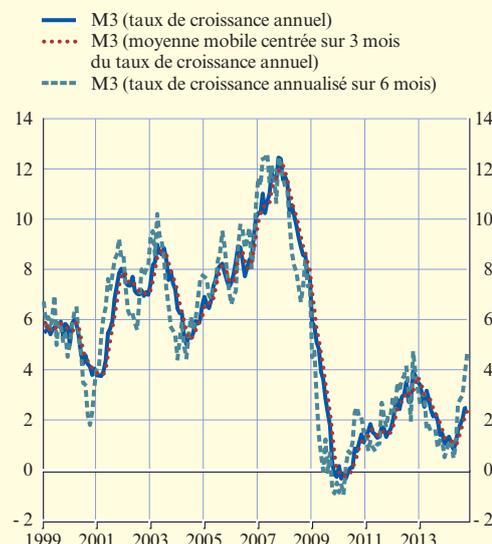
Les informations disponibles pour le troisième trimestre et pour octobre 2014 confirment l'atonie persistante de l'expansion sous-jacente de la monnaie et du crédit dans un contexte de faible inflation. Pour autant, la croissance de M3 s'est légèrement redressée après le creux observé en avril. En outre, les signes d'un retournement de la dynamique des prêts au deuxième trimestre (en particulier s'agissant des prêts aux sociétés non financières) ont été confirmés. Dans ce contexte, le recul de l'incertitude constaté à la suite de l'achèvement de l'évaluation complète menée par la BCE et les dernières mesures de politique monétaire devraient soutenir l'offre de prêts bancaires de même que la répercussion des conditions favorables en matière de financement bancaire sur les conditions appliquées aux prêts par les banques. S'agissant des autres contreparties de M3, la création monétaire dans la zone euro a été favorisée, au troisième trimestre et en octobre, par une nouvelle diminution des engagements financiers à long terme et par une atténuation de l'effet modérateur exercé par la contraction du crédit. L'augmentation de la position extérieure nette des IFM est demeurée la principale source de création monétaire dans la zone euro en rythme annuel, en dépit du ralentissement de ce dernier. La contraction des principaux actifs des IFM s'est encore accentuée en octobre sous l'effet essentiellement des plus fortes baisses observées dans les pays ne connaissant pas de difficultés.

Le taux de croissance annuel de M3 a continué de se redresser pour s'établir à 2,5 % en octobre, après 2,0 % au troisième trimestre et 1,1 % au deuxième trimestre (cf. graphique 7 et tableau 4). Ces évolutions reflètent la préférence persistante des détenteurs de monnaie pour la liquidité monétaire dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt. La très faible rémunération des actifs monétaires signifie que les détenteurs de monnaie ont continué de privilégier les dépôts à vue par rapport aux autres dépôts contenus dans M3, soutenant ainsi la forte croissance annuelle de M1. Dans le même temps, des considérations de risque/rendement pourraient avoir incité les investisseurs en quête de rendement à reporter une partie de leurs actifs monétaires sur des instruments moins liquides mais mieux rémunérés ne faisant pas partie de M3, tels que les fonds d'investissement.

Les prêts aux administrations publiques ont encore diminué au troisième trimestre, à un rythme moins élevé cependant. De même, les prêts consentis au secteur privé non financier ont continué d'afficher une faible dynamique aussi bien au troisième trimestre qu'en octobre, mais leur rythme de contraction s'est encore ralenti. Cette évolution conforte une fois de plus le diagnostic d'un point de retournement de la dynamique des prêts au deuxième trimestre, notamment dans le cas des prêts aux sociétés non financières. Un tel retournement serait cohérent avec le décalage (avance/retard) que l'on observe habituellement entre les prêts des IFM à ce secteur et le cycle d'activité. En outre, les prêts consentis au secteur privé devraient bénéficier du recul de l'incertitude constaté à la suite de l'achèvement de la récente évaluation complète menée par la BCE ainsi que de la mise en œuvre des mesures non conventionnelles de politique monétaire annoncées en juin et en septembre.

Graphique 7 Croissance de M3

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



Source : BCE.

Tableau 4 Tableau synthétique des variables monétaires

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

	Encours en pourcentage de M3 ¹⁾	Taux de croissance annuels					
		2013 T4	2014 T1	2014 T2	2014 T3	2014 Sept.	2014 Oct.
M1	56,7	6,4	6,0	5,3	5,8	6,2	6,2
Billets et pièces en circulation	9,4	4,1	6,0	5,6	5,7	6,0	5,6
Dépôts à vue	47,3	6,9	6,0	5,2	5,8	6,2	6,3
M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)	37,1	-1,2	-2,4	-2,1	-1,7	-1,6	-2,1
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	16,0	-6,3	-6,8	-5,4	-4,3	-3,9	-4,9
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	21,0	3,3	1,4	0,7	0,3	0,3	0,2
M2	93,8	3,1	2,4	2,1	2,6	3,0	2,7
M3 – M2 (= instruments négociables)	6,2	-17,1	-13,1	-12,4	-6,8	-4,4	-1,0
M3	100,0	1,5	1,2	1,1	2,0	2,5	2,5
Créances sur les résidents de la zone euro		-1,2	-1,9	-2,3	-1,9	-1,6	-1,3
Créances sur les administrations publiques		0,1	-0,2	-1,3	-1,5	-0,5	-0,1
Prêts aux administrations publiques		-6,7	-4,0	-2,6	-1,0	-0,7	-1,3
Créances sur le secteur privé		-1,6	-2,3	-2,5	-2,0	-1,9	-1,7
Prêts au secteur privé		-2,2	-2,3	-1,9	-1,5	-1,2	-1,1
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾		-1,8	-2,0	-1,5	-0,9	-0,6	-0,5
Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)		-3,6	-3,4	-3,4	-3,4	-3,7	-4,8

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.

Ces dernières recouvrent, en particulier, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées, le programme d'achat de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*) et le troisième programme d'achat d'obligations sécurisées. Ces mesures visent à améliorer les conditions de financement et la capacité de prêt des banques, mais leur répercussion sur les volumes de prêt n'est pas immédiate. De même, l'enquête d'octobre 2014 sur la distribution du crédit bancaire apporte des indications supplémentaires d'un retournement de la dynamique de prêt, les banques faisant état d'une amélioration progressive des conditions attachées aux prêts aux entreprises et aux ménages de la zone euro, ainsi que d'un redressement de la demande de prêts.

L'augmentation de la position extérieure nette des IFM est demeurée la principale source de création monétaire annuelle dans la zone euro au troisième trimestre et en octobre, en dépit d'un rythme plus lent. Sur un an, la position extérieure nette du secteur des IFM de la zone euro a augmenté de 306 milliards d'euros en octobre, après un point haut de 413 milliards en juillet. La baisse des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) a également continué de soutenir la création monétaire au troisième trimestre et s'est encore accentuée en octobre. En revanche, les banques ont continué d'accroître leurs fonds propres au troisième trimestre et en octobre, d'où les nouvelles entrées enregistrées par le poste « capital et réserves ».

La contraction des principaux actifs des IFM s'est de nouveau accentuée en octobre. Plus précisément, les principaux actifs des IFM ont diminué de 119 milliards d'euros au cours des trois mois s'achevant en octobre, après un recul de 21 milliards au cours des trois mois précédents. Cette contraction plus marquée résulte essentiellement des plus fortes baisses observées dans les pays ne connaissant pas de difficultés. S'agissant des différents types d'actifs, la contraction des principaux actifs reflète principalement une diminution significative des prêts interbancaires ainsi qu'une réduction des concours au secteur privé, contrebalancées en partie par une augmentation des créances sur les administrations publiques.

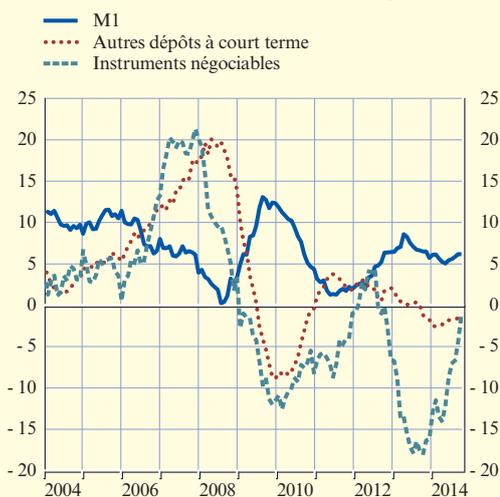
Dans l'ensemble, les évolutions monétaires pour la période s'achevant en octobre confirment la faiblesse générale de la dynamique de la monnaie et du crédit dans un environnement de faible inflation, malgré des indices de retournement de la tendance depuis le deuxième trimestre 2014.

PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

La croissance annuelle de M3 au troisième trimestre et en octobre a continué de résulter pour l'essentiel des évolutions de M1. La très faible rémunération des actifs monétaires a continué de refléter la préférence des détenteurs de monnaie pour les dépôts à vue par rapport aux autres dépôts contenus dans M3. La poursuite d'arbitrages en faveur des dépôts à vue indique que certaines informations selon lesquelles des taux négatifs seraient appliqués aux dépôts des grandes entreprises n'ont pas encore incité les clients à opérer d'importants transferts de fonds vers les dépôts à très court terme. Par conséquent, l'agrégat étroit (M1) a été la seule composante à apporter une contribution positive à la croissance annuelle de M3 (cf. graphique 8). La contribution négative des autres dépôts à court terme (M2-M1) s'est stabilisée au troisième trimestre, avant de devenir encore plus négative en octobre. En revanche, la contribution négative des instruments négociables (M3-M2) s'est encore atténuée.

Graphique 8 Principales composantes de M3

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



Source : BCE.

S'agissant des composantes de M3, le taux de croissance annuel de M1 s'est encore renforcé en rythme trimestriel, ressortant à 5,8 % au troisième trimestre et à 6,2 % en octobre, après 5,3 % au deuxième trimestre (cf. tableau 4). Cette accentuation reflète l'augmentation des dépôts à vue qui, au troisième trimestre, a résulté principalement des dépôts des ménages et, dans une moindre mesure, des sociétés non financières. En octobre, les intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (AIF) ont également contribué à ces entrées. Par ailleurs, le taux de croissance annuel des billets et pièces en circulation est demeuré globalement stable à 5,7 % au troisième trimestre, après 5,6 % au deuxième trimestre, avant de s'inscrire à 5,6 % en octobre. La progression des autres dépôts à court terme s'est essouffée, cette rubrique affichant des taux de variation annuels négatifs (-1,7 % et -2,1 %, respectivement, au troisième trimestre et en octobre), tandis que le taux de variation annuel des instruments négociables est devenu encore moins négatif, passant de -12,4 % au deuxième trimestre à -6,8 % au troisième trimestre et à -1,0 % en octobre.

S'agissant des autres dépôts à court terme, les sorties enregistrées par les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans ont de nouveau augmenté en octobre, leur taux de croissance annuel s'inscrivant à -4,9 % (après -4,3 % au troisième trimestre et -5,4 % au deuxième trimestre). 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) a encore fléchi, s'établissant à 0,2 % en octobre et à 0,3 % au troisième trimestre, contre 0,7 % au deuxième trimestre. Ces évolutions globales ont continué de résulter dans une large mesure de la rémunération exceptionnellement faible de ces instruments par rapport à d'autres formes de placement assorties d'échéances plus longues, tandis que la très faible rémunération des actifs monétaires signifie que les détenteurs de monnaie ont privilégié les dépôts à vue par rapport aux autres dépôts contenus dans M3 (notamment en octobre).

En ce qui concerne l'évolution des instruments négociables, le taux de variation annuel des pensions s'est établi à 4,6 % au troisième trimestre, après -5,8 % au deuxième trimestre, avant d'augmenter encore pour s'inscrire à 10,2 % en octobre. Le taux de variation annuel des titres de fonds d'investissement monétaires s'est également accentué de façon notable, s'établissant à -4,8 % au troisième trimestre, contre -9,2 %

au deuxième trimestre, avant de devenir positif en octobre, à 1,0 %. En revanche, le taux de variation annuel des titres de créance à court terme (d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans) émis par les IFM et détenus par le secteur détenteur de monnaie est demeuré fortement négatif, à -26,6 %, au troisième trimestre et à -21,8 % en octobre, après -30,7 % au deuxième trimestre. Des considérations de risque/rendement ainsi qu'une préférence accrue pour la liquidité ont probablement incité les investisseurs à réduire leurs arbitrages de fonds en faveur d'actifs mieux rémunérés et au détriment de M3. Cela étant, la rémunération des instruments négociables inclus dans M3 demeure faible, indiquant que la quête de rendement des investisseurs continue d'être un moteur important, mais dans une moindre mesure qu'au cours des trimestres précédents. Dans le même temps, les incitations réglementaires formulées dans le cadre de Bâle III continuent d'inciter les banques à accroître le financement par les dépôts, contribuant ainsi à la faiblesse des émissions de titres de créance par les IFM. De même, les fonds obtenus *via* l'opération à plus long terme ciblée menée en septembre ont probablement servi, en partie, à remplacer ces sources de financement bancaire.

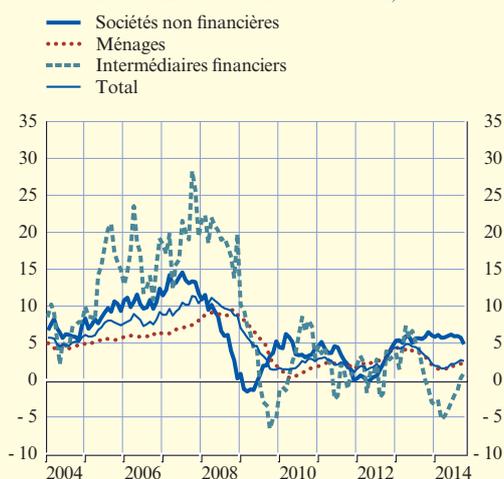
Le taux de croissance annuel du total des dépôts de M3, qui recouvrent l'ensemble des dépôts à court terme et les pensions, s'est inscrit en hausse, à 2,3 % au troisième trimestre, après 1,7 % au deuxième trimestre, avant d'augmenter encore pour s'établir à 2,5 % en octobre (cf. graphique 9). Les ménages ont continué d'apporter la contribution la plus forte à ce taux de croissance, le taux de croissance annuel des dépôts de M3 détenus par les ménages demeurant toutefois modéré au regard des évolutions sur longue période (2,1 % en octobre). En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts de M3 détenus par les sociétés non financières est revenu à 4,8 % en octobre, après 5,9 % au deuxième et au troisième trimestre, demeurant toutefois à un niveau élevé. Les ménages et les sociétés non financières ont continué de procéder à des arbitrages au sein des dépôts de M3, en faveur des dépôts à vue, composante la plus liquide des dépôts de M3. Cette évolution reflète probablement une préférence générale pour une plus grande liquidité dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt et une possible incertitude de la part des entreprises concernant leur accès au financement (notamment au regard des exigences réglementaires formulées dans le cadre de Bâle III au sujet des lignes de crédit). En octobre, en revanche, la qualité de la hausse mensuelle des dépôts de M3 a été différente de celle observée au cours des mois précédents, dans la mesure où elle a résulté principalement de l'augmentation des dépôts des intermédiaires financiers non monétaires, alors que l'évolution des dépôts de M3 détenus par les ménages et les sociétés non financières reflète essentiellement les arbitrages au sein de M3 en faveur de composantes plus liquides.

PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

S'agissant des contreparties de M3, la hausse des sorties observées au titre des engagements financiers à long terme a contribué à la croissance de M3 au troisième trimestre et en octobre, de même que la réduction de l'effet modérateur des contractions du crédit. Dans le même temps, le soutien apporté à la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large par les sources extérieures de création monétaire a diminué au cours de la période sous revue.

Graphique 9 Dépôts à court terme et pensions

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



Source : BCE.

Note : Secteur des IFM hors Eurosysteme.

Le taux de variation annuel des créances des IFM sur les administrations publiques a encore reculé au troisième trimestre, ressortant à $-1,5\%$, après $-1,3\%$ au deuxième trimestre, puis il s'est redressé pour s'établir à $-0,1\%$ en octobre (cf. tableau 4).

Parallèlement, le taux de variation annuel des concours des IFM au secteur privé a poursuivi son redressement progressif, ressortant à $-1,7\%$ en octobre, après $-2,0\%$ au troisième trimestre et $-2,5\%$ au deuxième trimestre. Parmi les composantes, le rythme annuel de variation des titres autres que des actions est resté fortement négatif, ressortant à $-8,0\%$ en octobre, après $-7,8\%$ au troisième trimestre et $-8,1\%$ au deuxième trimestre. Le taux de croissance annuel des actions et autres participations s'est inscrit en hausse pour ressortir à $2,5\%$ en octobre, après $2,1\%$ au troisième trimestre et $0,1\%$ au deuxième trimestre. En données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, le taux de variation annuel des prêts au secteur privé a augmenté, à $-0,5\%$ en octobre, contre $-0,9\%$ au troisième trimestre et $-1,5\%$ au deuxième trimestre. D'un point de vue sectoriel, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a de nouveau légèrement progressé au troisième trimestre et en octobre, restant ainsi faiblement positif, tandis que les taux de croissance annuels des prêts aux sociétés non financières et des prêts aux intermédiaires financiers non monétaires demeuraient en territoire négatif (bien qu'ils aient également augmenté). Les évolutions dans ces trois secteurs ont concerné l'ensemble des pays de la zone euro.

Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté globalement stable au cours des derniers trimestres (tout en affichant une légère progression), ressortant à $0,6\%$ en octobre, contre $0,5\%$ au troisième trimestre et $0,4\%$ au deuxième trimestre. La somme des flux constatés au titre des crédits à la consommation et des autres prêts aux ménages est demeurée globalement inchangée au troisième trimestre et en octobre. En revanche, les prêts au logement ont apporté une contribution positive au cours de cette période. Ces évolutions sont conformes aux indications issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et des prix des logements qui suggèrent un renforcement graduel de l'activité sur le marché des prêts au logement.

Le rythme annuel de variation des prêts des IFM aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est de nouveau redressé (tout en restant en territoire négatif), s'établissant à $-1,6\%$ en octobre, après $-2,1\%$ au troisième trimestre et $-2,7\%$ au deuxième trimestre. Cette évolution reflète une nouvelle hausse de la contribution apportée par les prêts assortis d'échéances courtes. Dans une perspective à plus long terme, les évolutions des prêts aux sociétés non financières observées en octobre sont conformes à l'évaluation selon laquelle un point de retournement de la dynamique annuelle de ces prêts s'est produit au deuxième trimestre 2014, tout en faisant apparaître une stabilisation des flux mensuels à des valeurs faibles mais négatives (notamment pour les pays en proie à des difficultés).

D'une manière plus générale, les facteurs d'offre et de demande continuent de peser sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, avec cependant une très grande hétérogénéité entre les pays. La fragmentation des marchés financiers suivant les frontières nationales continue de contribuer au coût élevé des emprunts supporté par les secteurs non financiers de certains pays, freinant ainsi les dépenses et l'investissement du secteur privé. De plus, les besoins de désendettement du secteur privé sont également susceptibles d'affaiblir la demande de crédit dans plusieurs pays. Enfin, dans le contexte d'un accès limité au financement bancaire dans certains pays, les entreprises ont de plus en plus eu recours à des sources de financement alternatives, telles que les ressources internes et, dans le cas des grandes sociétés non financières, l'accès direct aux marchés de capitaux (cf. section 2.6).

S'agissant des autres contreparties de M3, le taux de variation annuel des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a de nouveau fléchi pour s'établir à $-4,8\%$ en octobre, après $-3,4\%$ au deuxième et au troisième trimestre (cf. graphique 10). Cette nouvelle contraction des engagements financiers

Graphique 10 M3 et engagements financiers à long terme des IFM

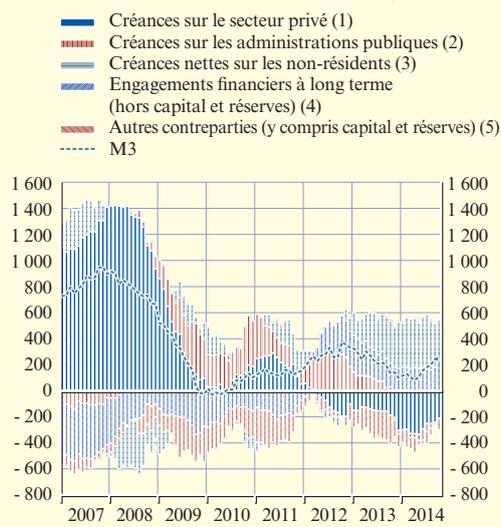
(variations annuelles en pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

Graphique 11 Contreparties de M3

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



Source : BCE.

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

à long terme des IFM apporte un soutien supplémentaire à la croissance de M3, notamment en ce qui concerne les arbitrages au détriment des dépôts à long terme et au profit des dépôts à vue. Parallèlement, cette réduction des titres de créance à long terme des IFM reflète la baisse des besoins de financement des banques dans le contexte du désendettement, ainsi que les incitations à effectuer des arbitrages en faveur de fonds à long terme de l'Eurosystème disponibles *via* les opérations de refinancement à plus long terme ciblées.

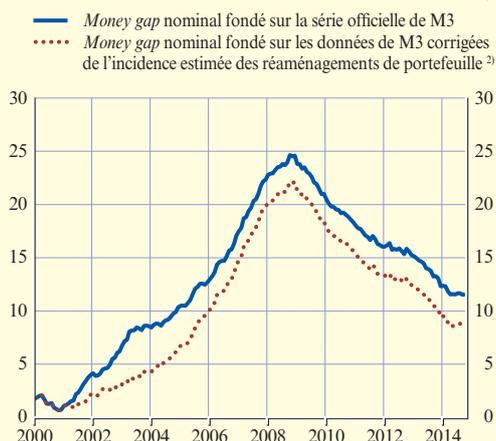
La position extérieure nette des IFM a enregistré des entrées plus faibles, à hauteur de 28 milliards d'euros au troisième trimestre et de 10 milliards en octobre (cf. graphique 11). Cette baisse des entrées, qui fait suite à une série d'entrées importantes depuis mi-2012, a réduit le soutien apporté à la croissance monétaire. La position extérieure nette des IFM de la zone euro retrace les flux de capitaux du secteur détenteur de monnaie lorsqu'ils transitent par les IFM, ainsi que les transferts d'actifs émis par le secteur détenteur de monnaie. Ainsi, ces flux reflètent l'affaiblissement de la préférence des investisseurs pour les actifs de la zone euro, comme le montrent les enquêtes réalisées auprès des investisseurs ces derniers mois. (Pour plus de détail sur les évolutions récentes de la balance des paiements de la zone euro, cf. encadré 1).

ÉVALUATION GÉNÉRALE DES CONDITIONS DE LA LIQUIDITÉ MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO

Les faibles évolutions observées au titre de M3 entre fin décembre 2013 et octobre 2014 ont entraîné, dans l'ensemble, une nouvelle diminution de la liquidité monétaire accumulée dans la zone euro avant la crise financière, tout en signalant certaines hausses de la liquidité monétaire réelle au cours des derniers mois (cf. graphiques 12 et 13). Certains indicateurs de la liquidité monétaire suivis par la BCE montrent que l'excédent de liquidité accumulé avant la crise a été considérablement réduit. Les conditions de la liquidité monétaire dans la zone euro sont maintenant plus équilibrées que par le passé. Néanmoins, il convient de rappeler que ces indicateurs doivent être interprétés avec prudence, car ils reposent sur une évaluation des encaisses monétaires d'équilibre qui est entourée d'une très grande incertitude.

Graphique 12 Estimations du money gap nominal ¹⁾

(en pourcentage de l'encours de M3 considéré ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier ; décembre 1998 = 0)



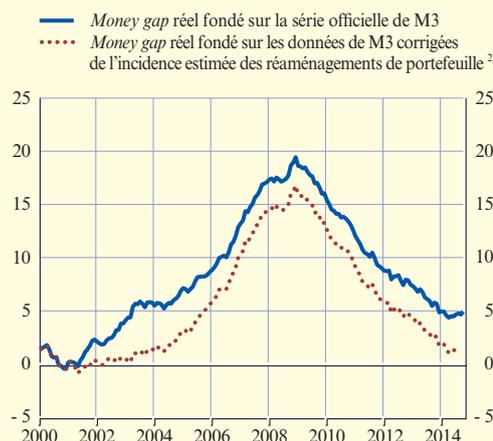
Source : BCE.

1) Le *money gap* nominal est défini comme étant la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui aurait résulté d'une croissance constante de cet agrégat conforme à sa valeur de référence de 4,5 %, en retenant décembre 1998 comme période de base.

2) Les estimations de l'ampleur des réajustements de portefeuille au profit de M3 sont calculées selon l'approche à caractère général présentée dans la section 4 de l'article intitulé *L'analyse monétaire en temps réel* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2004.

Graphique 13 Estimations du money gap réel ¹⁾

(en pourcentage de l'encours de M3 réel ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier ; décembre 1998 = 0)



Source : BCE.

1) Le *money gap* réel est défini comme étant la différence entre le niveau effectif de M3 déflaté de l'IPCH et le niveau déflaté de M3 qui aurait résulté d'une croissance nominale constante de cet agrégat conforme à sa valeur de référence de 4,5 % et d'une hausse de l'IPCH correspondant à la définition de la stabilité des prix de la BCE, en retenant décembre 1998 comme période de base.

2) Les estimations de l'ampleur des réajustements de portefeuille au profit de M3 sont calculées selon l'approche à caractère général présentée dans la section 4 de l'article intitulé *L'analyse monétaire en temps réel* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2004.

Globalement, le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie et du crédit s'est redressé au troisième trimestre, tout en demeurant faible. La croissance de l'agrégat monétaire large s'est renforcée depuis le printemps, soutenue par une préférence continue pour la liquidité monétaire, par l'accentuation des baisses des engagements financiers à plus long terme et par une réduction de l'effet modérateur des contractions du crédit. L'atonie de la croissance des concours au secteur privé a continué de refléter des facteurs de demande conjoncturels et structurels, ainsi que des tensions sur l'offre dans certains pays. Néanmoins, les données relatives à la période s'achevant en octobre confirment l'existence d'un point de retournement au deuxième trimestre, notamment en ce qui concerne les prêts aux sociétés non financières. À moyen terme, le rétablissement de la capacité des banques à prendre des risques et le redressement de la demande de crédit bancaire de la part des agents du secteur privé sont un préalable essentiel à une reprise soutenue de l'activité de prêt au secteur privé. Ce redressement sera facilité par le recul de l'incertitude à la suite de l'achèvement de l'évaluation complète réalisée par la BCE, par les mesures de politique monétaire les plus récentes qui ont pour objet d'inciter les banques à accorder des prêts, ainsi que par la répercussion des conditions favorables de financement des banques aux conditions de distribution du crédit au secteur privé.

Encadré I

ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU COMPTE FINANCIER DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO

Le présent encadré analyse les évolutions du compte financier de la balance des paiements de la zone euro jusqu'au troisième trimestre 2014. Les données sous-jacentes ont été établies conformément aux nouveaux principes introduits dans la sixième édition du *Manuel de la*

balance des paiements et de la position extérieure du FMI (MBP6). En octobre 2014, la BCE a commencé à publier des données, relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro établies conformément au MBP6, pour la période débutant en janvier 2013 ¹. Au cours des trois premiers trimestres de 2014, l'excédent du compte de transactions courantes de la zone euro s'est reflété dans les sorties nettes agrégées au titre du compte financier, qui se sont élevées à 200 milliards d'euros environ. Ces sorties sont largement imputables aux sorties nettes de 177 milliards d'euros au titre des autres investissements (dépôts et prêts principalement) et aux sorties nettes de 25 milliards enregistrées par les dérivés financiers, tandis que le solde des investissements directs et de portefeuille cumulés était proche de zéro (cf. tableau).

Les investissements directs et de portefeuille cumulés, qui avaient enregistré des sorties nettes de 49 milliards d'euros sur l'ensemble des trois premiers trimestres de 2013, ont donné lieu à une entrée nette de 1 milliard sur les trois premiers trimestres de 2014. Cette inversion s'explique par les flux au titre des investissements de portefeuille, qui sont passés de sorties nettes de 27 milliards d'euros à des entrées nettes de 63 milliards. Au cours des trois premiers trimestres de 2014, les investisseurs étrangers ont manifesté un grand intérêt pour les actions et parts de fonds de placement de la zone euro, procédant à des achats nets à hauteur de 236 milliards d'euros contre 128 milliards sur la même période en 2013. Dans le même temps, les investissements des résidents de la zone euro en actions et parts de fonds de placement étrangères ont diminué, revenant de 125 milliards d'euros à 97 milliards. L'activité de placement transfrontière de la zone euro en titres de créance a fortement augmenté, tant du côté des avoirs que de celui des engagements. Les investisseurs de la zone euro ont accru leurs achats nets d'instruments de dette étrangers, qui

Principales rubriques du compte financier de la balance des paiements de la zone euro

(en milliards d'euros, données brutes)

	Chiffres cumulés sur trois mois						Chiffres cumulés sur neuf mois					
	2014			2014			2013			2014		
	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde
Compte financier ¹⁾			82,8			37,5			283,3			202,4
Investissements directs et de portefeuille cumulés	127,7	162,6	- 34,9	136,1	83,7	52,4	510,8	462,1	48,7	341,7	342,6	- 1,0
Investissements directs	- 24,9	- 29,1	4,2	43,3	24,2	19,1	303,7	281,7	21,9	27,2	- 34,9	62,0
Investissements de portefeuille	152,6	191,7	- 39,1	92,8	59,5	33,3	207,2	180,4	26,8	314,5	377,5	- 63,0
Actions et parts												
de fonds de placement	65,0	110,4	- 45,3	14,1	63,1	- 49,0	124,9	128,1	- 3,2	97,3	235,8	- 138,5
Titres de créance	87,5	81,3	6,3	78,7	- 3,7	82,3	82,3	52,3	30,0	217,2	141,7	75,5
Long terme	71,5	60,8	10,7	53,5	16,6	36,8	74,6	- 0,2	74,8	163,4	137,8	25,7
Court terme	16,0	20,4	- 4,4	25,2	- 20,3	45,5	7,7	52,5	- 44,8	53,8	3,9	49,8
Autres investissements	47,7	- 54,0	101,7	11,1	28,2	- 17,2	- 6,0	- 215,1	209,1	299,0	121,8	177,2
Dérivés financiers			15,6			3,4			21,1			24,9
Avoirs de réserve	0,3			- 1,2			4,4			1,3		
Dont : IFM												
Investissements directs	4,3	2,3	2,1	3,6	1,1	2,5	- 2,0	6,1	- 8,1	13,7	1,9	11,8
Investissements de portefeuille	9,5	29,6	- 20,1	39,7	38,7	1,0	- 19,6	- 33,7	14,0	39,4	95,7	- 56,3
Actions et parts												
de fonds de placement	- 6,2	20,3	- 26,5	8,3	20,5	- 12,2	35,5	- 12,2	47,7	- 12,9	55,5	- 68,5
Titres de créance	15,7	9,3	6,4	31,4	18,2	13,2	- 55,1	- 21,5	- 33,7	52,3	40,1	12,2
Autres investissements	58,1	- 22,5	80,6	11,1	43,0	- 31,9	- 51,6	- 197,9	146,4	213,1	91,5	121,6

Source : BCE.

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

1) Un chiffre positif au titre des avoirs (engagements) correspond aux achats nets par les résidents (non-résidents) de la zone euro d'instruments financiers émis par les non-résidents (résidents) de la zone. Le solde correspond aux flux sur avoirs diminués des flux sur engagements.

1 Cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html> pour de plus amples détails.

sont passés de 82 milliards d'euros pour les trois premiers trimestres de 2013 à 217 milliards sur la même période en 2014, tandis que les achats nets de titres de créance de la zone euro par les investisseurs étrangers passaient de 52 milliards à 142 milliards, sous l'effet des achats nets de titres de créance à long terme de la zone euro.

Les sorties nettes au titre des autres investissements sont revenues de 209 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2013 à 177 milliards sur les trois premiers trimestres de 2014. Les flux se sont inversés des deux côtés du compte des avoirs et des engagements, indiquant que les IFM de la zone euro et les IFM étrangères ont cessé de rapatrier les actifs qu'elles détenaient respectivement à l'étranger et dans la zone euro au titre des autres investissements pour accroître considérablement leurs positions transfrontières. Cette évolution est le signe d'une poursuite de la normalisation des transactions transfrontières de la part du secteur des IFM de la zone euro.

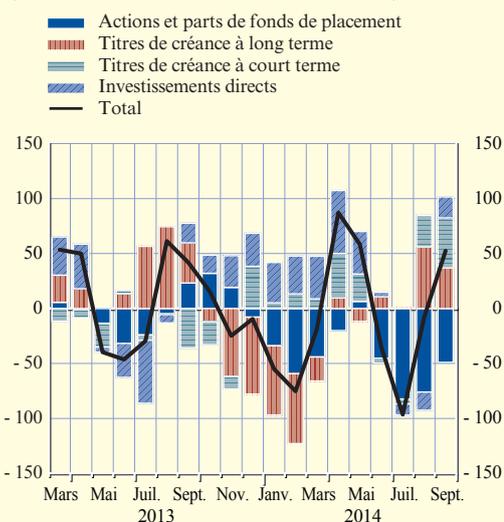
Au cours des trois premiers trimestres de 2014, l'amélioration de la position extérieure nette des IFM de la zone euro a eu une incidence positive sur la liquidité de la zone, ainsi que le reflète en partie l'évolution de l'agrégat monétaire large M3. Comme le montre la présentation monétaire de la balance des paiements, l'amélioration de la position extérieure nette des IFM observée au cours de cette période provient essentiellement des transactions des non-IFM liées à l'excédent courant de la zone euro, tandis que les flux nets au titre des investissements de portefeuille des non-IFM ont été proches de l'équilibre.

Les investissements directs et de portefeuille cumulés ont donné lieu à des sorties nettes à hauteur de 52 milliards d'euros au troisième trimestre 2014, contre des entrées nettes de 35 milliards au trimestre précédent (cf. graphique). Ce changement résulte de l'inversion du solde des investissements de portefeuille, qui ont donné lieu à des sorties nettes, et d'une augmentation des sorties nettes au titre des investissements directs. Parmi les investissements de portefeuille, les entrées nettes au titre des actions et parts de fonds de placement ont légèrement progressé, passant de 45 milliards d'euros à 49 milliards. En revanche, les investisseurs étrangers aussi bien que ceux de la zone euro ont réduit leurs achats nets transfrontières d'actions au troisième trimestre. Dans le même temps, les sorties nettes enregistrées par les titres de créance ont fortement augmenté, atteignant 82 milliards d'euros (après 6 milliards au deuxième trimestre), les investisseurs étrangers devenant vendeurs nets de titres de créance à court terme de la zone euro et ralentissant de manière significative le rythme de leurs achats nets d'instruments de dette à long terme. Les investisseurs de la zone euro ont accru leurs achats nets de titres de créance à court terme à l'étranger, de 16 milliards d'euros à 25 milliards, mais ont réduit leurs achats nets d'instruments de dette à long terme à l'étranger, de 72 milliards à 54 milliards. Les sorties nettes qui en ont résulté au titre des instruments de dette à court terme reflètent probablement la baisse des rendements sur les marchés monétaires de la zone euro.

Au troisième trimestre 2014, les non-résidents de la zone euro ont renforcé leurs achats nets d'actions et de titres de créance émis par les IFM de la zone euro, les portant à 39 milliards d'euros,

Investissements directs et de portefeuille cumulés

(montants en milliards d'euros ; flux nets trimestriels)



Source : BCE.

Note Les flux nets correspondent aux flux sur avoirs diminués des flux sur engagements.

et les IFM de la zone ont accru leurs achats nets de titres étrangers, fournissant une indication supplémentaire de la normalisation progressive du secteur des IFM de la zone. Les flux au titre des autres investissements sont passés à des entrées nettes au troisième trimestre, les IFM de la zone euro ralentissant le rythme d'accroissement de leurs avoirs à l'étranger et les investisseurs étrangers accroissant leurs avoirs en prêts et dépôts détenus auprès des IFM de la zone euro.

2.2 PLACEMENTS FINANCIERS DES AGENTS NON FINANCIERS ET DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Le taux de croissance annuel des placements financiers des agents non financiers a légèrement progressé au deuxième trimestre 2014. La morosité du climat économique et une progression modérée du revenu disponible expliquent en partie la faible croissance des placements financiers. Le taux de croissance annuel des placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension a augmenté au deuxième trimestre 2014. Au troisième trimestre, les fonds d'investissement ont continué d'enregistrer des entrées importantes, notamment sur le marché obligataire.

AGENTS NON FINANCIERS

Au deuxième trimestre 2014, trimestre le plus récent pour lequel les données des comptes intégrés de la zone euro sont disponibles, le taux de croissance annuel du total des placements financiers des agents non financiers a légèrement progressé pour ressortir à 1,6 %, contre 1,5 % au premier trimestre de l'année (cf. tableau 5). La morosité du climat économique et une progression modérée du revenu disponible expliquent en partie la faible croissance des placements financiers. La ventilation par instruments financiers montre que les taux de croissance annuels des placements en titres de créance (à l'exception des dérivés financiers) ont quel que peu reculé au deuxième trimestre.

La ventilation sectorielle (cf. graphique 14) indique que la croissance annuelle des placements des ménages et des sociétés non financières en actifs financiers a fléchi au deuxième trimestre, tandis que celle des placements financiers du secteur des administrations publiques a continué de progresser. Des informations détaillées concernant les évolutions des flux financiers et des bilans du secteur privé non financier sont fournies dans les sections 2.6 et 2.7.

Tableau 5 Placements financiers des agents non financiers de la zone euro

	Encours exprimés en pourcentage des actifs financiers ¹⁾	Taux de croissance annuels											
		2011 T4	2012 T1	2012 T2	2012 T3	2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 T2	
Placements financiers	100	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	2,0	1,9	1,5	1,5	1,6	
Numéraire et dépôts	24	3,1	4,1	3,5	3,6	3,5	2,6	2,9	2,9	2,4	2,7	2,8	
Titres de créance, hors dérivés financiers	5	2,8	1,1	0,9	-0,4	-5,4	-7,8	-10,0	-10,8	-10,0	-8,0	-8,5	
<i>dont</i> : court terme	0	14,6	13,6	15,5	15,0	-7,4	-15,6	-20,8	-25,2	-17,7	-8,3	-6,0	
<i>dont</i> : long terme	4	1,5	-0,3	-0,8	-2,1	-5,2	-6,8	-8,5	-8,9	-9,1	-7,9	-8,7	
Actions et autres participations, hors parts d'OPC	30	3,4	3,5	3,0	2,8	2,1	2,3	1,6	1,5	0,8	0,3	0,4	
<i>dont</i> : actions cotées	6	2,1	2,8	3,4	0,9	0,5	0,3	2,0	2,1	1,8	1,2	-0,9	
<i>dont</i> : actions non cotées et autres participations	25	3,8	3,7	3,0	3,2	2,4	2,7	1,5	1,4	0,6	0,1	0,7	
Parts d'OPC	4	-9,0	-6,6	-5,6	-3,1	0,3	1,8	3,4	3,6	2,7	1,9	3,5	
Provisions techniques d'assurance	16	2,1	1,8	1,9	2,0	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	
Autres ²⁾	21	2,8	1,5	2,2	2,4	3,5	4,2	3,9	3,3	2,9	2,8	3,0	
M3 ³⁾		1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	1,0	1,6	

Source : BCE.

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

2) Les autres actifs financiers comprennent les prêts et les autres comptes à recevoir, lesquels comprennent les crédits commerciaux octroyés par les sociétés non financières.

3) Fin de trimestre. L'agrégat monétaire M3 inclut les instruments monétaires détenus par les non-IFM de la zone euro (c'est-à-dire les agents non financiers et les intermédiaires financiers non monétaires) auprès des IFM et des administrations centrales de la zone euro.

Graphique 14 Placements financiers des agents non financiers

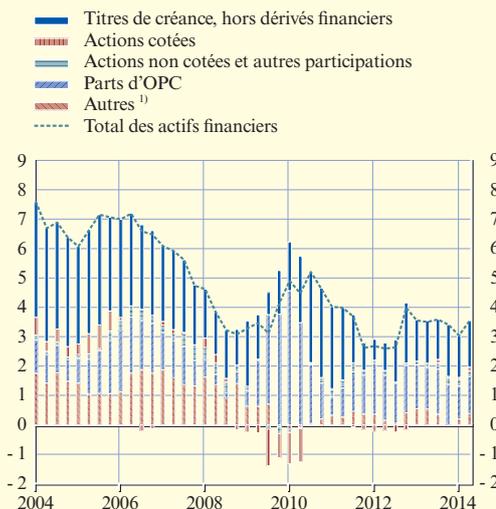
(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Source : BCE.

Graphique 15 Placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension

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



Source : BCE.

1) Prêts, dépôts, provisions techniques d'assurance et autres comptes à recevoir.

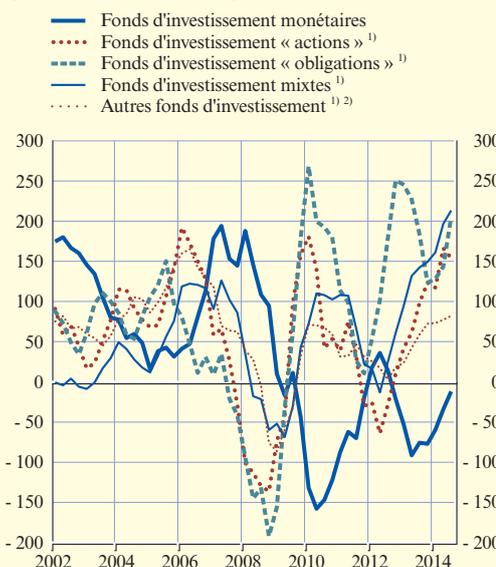
INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Le taux de croissance annuel des placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension a progressé pour s'établir à 3,6 % au deuxième trimestre 2014, contre 3,0 % au trimestre précédent (cf. graphique 15). La ventilation par instruments financiers montre que ce taux de croissance annuel positif résulte essentiellement des placements en titres de créance et en parts d'OPC.

Les données relatives aux fonds d'investissement, qui sont déjà disponibles pour le troisième trimestre 2014, font apparaître une entrée trimestrielle à hauteur de 173 milliards d'euros pour les fonds d'investissement non monétaires de la zone euro. Cette entrée est inférieure de 25 milliards d'euros à celle du trimestre précédent. Une ventilation des transactions par catégories d'instruments montre que les entrées au titre des fonds « obligations » ont représenté au total 73 milliards d'euros, soit un niveau supérieur de près de 17 milliards à celui du trimestre précédent, expliquant ainsi l'essentiel de l'entrée trimestrielle totale au titre des fonds de la zone euro au troisième trimestre. Les entrées enregistrées par les fonds « actions » et « mixtes » sont ressorties, respectivement, à 25 milliards d'euros

Graphique 16 Flux annuels nets de placements en parts de fonds d'investissement par catégories

(montants en milliards d'euros)



Sources : BCE et FEFSI.

1) Avant le premier trimestre 2009, les flux trimestriels sont estimés à partir des statistiques non harmonisées de la BCE relatives aux fonds d'investissement, des calculs de la BCE fondés sur les données nationales fournies par la FEFSI et d'estimations de la BCE.

2) Fonds immobiliers, fonds spéculatifs et autres fonds non classés ailleurs.

et à 54 milliards, les fonds monétaires enregistrant une entrée modeste à hauteur de 14 milliards au troisième trimestre (cf. graphique 16).

2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Dans l'ensemble, les taux d'intérêt du marché monétaire ont encore légèrement diminué entre fin août et début décembre 2014 à la suite des décisions prises par le Conseil des gouverneurs en septembre, ce recul n'ayant été que temporairement interrompu par la volatilité enregistrée en fin de mois. Parallèlement, l'excédent de liquidité a reculé, la réduction du volume des opérations d'open market n'ayant été que partiellement compensée par la légère diminution de l'absorption par les facteurs autonomes.

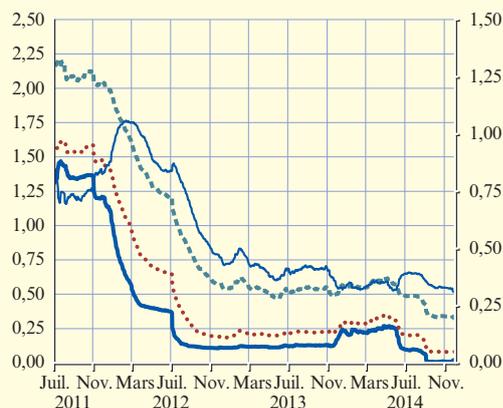
Les taux des prêts en blanc du marché monétaire ont globalement reculé entre fin août et début décembre 2014, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois diminuant de 5, 8, 9 et 11 points de base, respectivement, pour s'établir à 0,02 %, 0,08 %, 0,18 % et 0,33 % le 3 décembre. Les baisses les plus importantes des taux des prêts en blanc du marché monétaire sont intervenues à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs du 4 septembre, lors de laquelle il avait été décidé d'abaisser les taux directeurs de la BCE et de procéder à des achats d'actifs du secteur privé non financier. Après ces baisses, les taux des prêts en blanc du marché monétaire ont affiché une très faible volatilité durant le reste de la période sous revue (cf. graphique 17). L'écart entre les taux Euribor 1 mois et 12 mois – un indicateur de la pente de la courbe des taux du marché monétaire – s'est légèrement resserré au cours de la période sous revue pour s'établir à quelque 31 points de base le 3 décembre.

Les taux d'intérêt implicites tirés des prix des contrats à terme sur l'Euro 3 mois d'échéances décembre 2014 et mars, juin et septembre 2015 ont également légèrement diminué, de 4 à 6 points de base, par rapport aux niveaux observés fin août, s'établissant à environ 0,08 % le 3 décembre pour l'ensemble des échéances (cf. graphique 19). L'incertitude des marchés, mesurée par la volatilité implicite tirée des options à court terme sur les contrats à terme sur l'Euro 3 mois, s'est légèrement atténuée après les décisions prises par le Conseil

Graphique 17 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 18 Taux à 3 mois de l'Eurepo, de l'Euribor et des swaps de taux au jour le jour

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Eurepo 3 mois
- ... Swap de taux au jour le jour à 3 mois
- - - Euribor 3 mois



Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters.

Graphique 19 Taux d'intérêt et taux des contrats à terme à 3 mois de la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

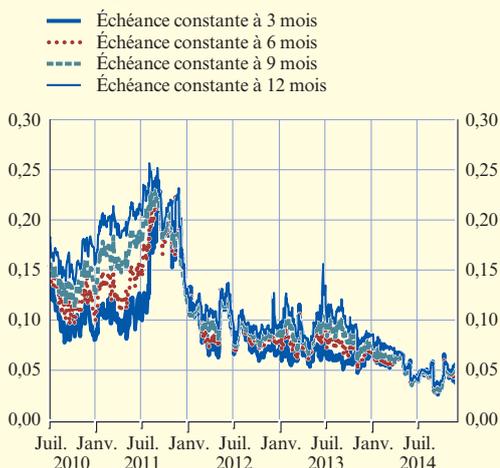


Source : Thomson Reuters.

Note : Contrats à terme à 3 mois à l'échéance de la fin du trimestre en cours et des trois trimestres suivants cotés sur le Liffé.

Graphique 20 Volatilités implicites à échéances constantes tirées des options sur les contrats à terme Euribor 3 mois

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

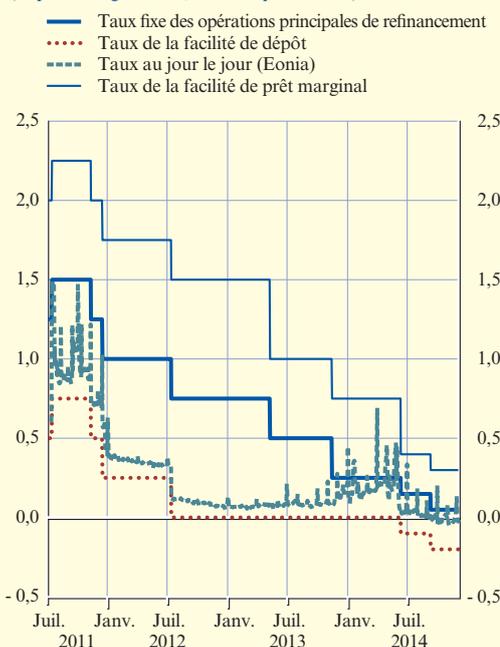
Notes : Le calcul s'effectue en deux étapes. Premièrement, les volatilités implicites tirées des options sur les contrats à terme Euribor 3 mois sont converties en les exprimant en termes de logarithme des prix au lieu de logarithme des rendements. Deuxièmement, les volatilités implicites ainsi obtenues, qui ont une date d'échéance constante, sont transformées en données d'une durée constante restant à courir jusqu'à l'échéance.

des gouverneurs le 4 septembre, avant de revenir aux niveaux observés fin août à la fin de la période sous revue (cf. graphique 20). Le taux du *swap* Eonia 3 mois est demeuré légèrement négatif sur la majeure partie de la période, les baisses les plus importantes ayant été observées après la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre. Il est devenu légèrement positif en octobre, en raison de la diminution de l'excédent de liquidité, avant de redevenir légèrement négatif, s'établissant juste en deçà de zéro le 3 décembre. Par conséquent, l'écart entre le taux Euribor 3 mois et le taux du *swap* Eonia de même échéance est ressorti à 8 points de base le 3 décembre, soit 8 points de base de moins que le 4 septembre (cf. graphique 18).

L'Eonia a fluctué dans une fourchette étroite autour de zéro durant la période sous revue, en raison des niveaux actuels de l'excédent de liquidité. Celui-ci s'est inscrit en baisse en septembre et en octobre, entraînant de modestes augmentations de l'Eonia. Ces progressions modérées se sont par la suite inversées, l'excédent de liquidité s'inscrivant de nouveau en hausse et l'Eonia redevenant légèrement négatif (cf. graphique 21). L'Eonia a enregistré des pics vers la fin du mois, dus à l'accroissement de la demande de liquidité.

Graphique 21 Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters.

La BCE a continué de fournir de la liquidité au moyen d'opérations de refinancement à échéance d'une semaine et d'une durée de trois mois. Toutes ces opérations ont été conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe et servies intégralement. En outre, le 18 septembre, la BCE a conduit sa première opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO), pour une allocation de 82,6 milliards d'euros (cf. également encadré 2).

La période comprise entre le début de la neuvième période de constitution des réserves (c'est-à-dire le 10 septembre) et le 3 décembre a été caractérisée par une baisse de l'excédent de liquidité, en raison principalement d'une réduction du volume des opérations d'*open market*. Cette évolution découle essentiellement de la poursuite des remboursements anticipés au titre des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans (LTRO) et n'a été que partiellement compensée par la première TLTRO et la légère contraction de l'absorption par les facteurs autonomes. L'excédent de liquidité a fluctué entre 70,9 milliards d'euros et 159,1 milliards d'euros, s'établissant à 111,3 milliards en moyenne durant la période sous revue (après 130,9 milliards au cours des trois périodes de constitution précédentes). Le 3 décembre, l'excédent de liquidité est ressorti à 115,7 milliards d'euros. En moyenne, le recours quotidien à la facilité de dépôt a représenté 27,7 milliards d'euros, l'excédent détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants, 83,8 milliards, et le recours à la facilité de prêt marginal, 0,2 milliard. À ce stade, les remboursements volontaires effectués par les contreparties s'élèvent à 719,8 milliards d'euros par rapport à un montant de 1 018,7 milliards obtenu lors des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans.

Encadré 2

CONDITIONS DE LA LIQUIDITÉ ET OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DU 13 AOÛT AU 11 NOVEMBRE 2014

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les périodes de constitution de réserves s'étant achevées le 9 septembre, le 7 octobre et le 11 novembre 2014, soit les huitième, neuvième et dixième périodes de constitution de l'année.

Le 4 septembre 2014, la BCE a abaissé le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement (OPR) de 10 points de base, à 0,05 %, à compter de l'opération réglée au début de la neuvième période de constitution, soit le 10 septembre. Dans le même temps, les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont été réduits de 10 points de base, à 0,30 % et -0,20 % respectivement. Par ailleurs, le 4 septembre, le Conseil des gouverneurs a lancé le nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programme* – CBPP3) et le programme d'achat de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities purchase programme* – ABSPP). Le 2 octobre 2014, la BCE a défini les principales modalités opérationnelles des programmes, les achats d'obligations sécurisées devant commencer dans la deuxième quinzaine d'octobre et les achats de titres adossés à des actifs au quatrième trimestre 2014.

Au cours de la période sous revue, les OPR ont continué d'être conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale. La même procédure a été maintenue pour les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois. Le taux d'intérêt appliqué à chacune de ces opérations a été fixé à la moyenne des taux des OPR effectuées sur la durée respective des opérations de refinancement à plus long terme. Le 18 septembre, la BCE a conduit la première d'une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO). Ces opérations sont effectuées sous forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des émissions étant servies, et le taux correspond, pour toute la durée de l'opération, au taux appliqué aux OPR en cours au moment de la réalisation de l'opération, majoré d'un *spread* fixe de 10 points de base.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin global de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, s'est établi en moyenne à 579,6 milliards d'euros, soit 33,3 milliards de moins que la moyenne quotidienne de la période précédente (celle du 14 mai au 12 août 2014) ¹. Les facteurs autonomes ont nettement diminué, de 34,3 milliards

Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 13 août au 11 nov.	Du 14 mai au 12 août	Dixième période de constitution de réserves	Neuvième période de constitution de réserves	Huitième période de constitution de réserves
Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)					
Facteurs autonomes de la liquidité	1 561,4 (+ 3,2)	1 558,2	1 577,2 (+ 17,1)	1 560,1 (+ 17,2)	1 542,9 (- 17,3)
Billets en circulation	972,3 (+ 12,7)	959,6	973,6 (+ 2,3)	971,3 (- 0,5)	971,8 (+ 4,1)
Dépôts des administrations publiques	73,8 (- 29,9)	103,7	76,1 (- 2,3)	78,4 (+ 12,2)	66,2 (- 26,2)
Autres facteurs autonomes	515,3 (+ 20,4)	494,9	527,5 (+ 17,2)	510,4 (+ 5,5)	504,9 (+ 4,8)
Instruments de politique monétaire					
Comptes courants	196,3 (- 9,6)	205,9	188,3 (- 4,4)	192,6 (- 17,5)	210,1 (- 0,1)
Réserves obligatoires	105,4 (+ 0,9)	104,5	105,7 (+ 0,4)	105,3 (+ 0,1)	105,2 (+ 1,5)
Facilité de dépôt	27,1 (+ 1,6)	25,5	31,0 (+ 6,7)	24,3 (- 1,0)	25,2 (+ 0,6)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0 (- 47,1)	47,1	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)
Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)					
Facteurs autonomes de la liquidité	1 087,5 (+ 37,4)	1 050,2	1 095,4 (+ 10,1)	1 085,3 (+ 5,4)	1 079,9 (+ 8,3)
Réserves nettes de change	554,6 (+ 12,7)	541,9	562,0 (+ 9,9)	552,1 (+ 4,3)	547,8 (+ 0,2)
Actifs nets libellés en euros	532,9 (+ 24,7)	508,2	533,5 (+ 0,3)	533,2 (+ 1,2)	532,0 (+ 8,1)
Instruments de politique monétaire					
Opérations d' <i>open market</i>	697,4 (- 42,2)	739,6	701,1 (+ 9,3)	691,8 (- 6,6)	698,4 (- 25,1)
Opérations d'appels d'offres	502,7 (- 28,4)	531,1	507,7 (+ 10,5)	497,1 (- 4,9)	502,1 (- 19,2)
Opérations principales de refinancement	102,3 (- 18,6)	121,0	95,2 (- 3,7)	98,9 (- 15,8)	114,7 (+ 8,1)
Opérations de refinancement exceptionnelles	0,0 (- 13,0)	13,0	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	25,8 (- 7,6)	33,4	26,3 (+ 1,6)	24,7 (- 1,7)	26,4 (- 5,7)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans	330,1 (- 80,8)	410,8	303,6 (- 28,6)	332,2 (- 28,8)	361,0 (- 21,6)
Opérations de refinancement à plus long terme ciblées	44,5 (+ 44,5)	0,0	82,6 (+ 41,3)	41,3 (+ 41,3)	0,0 (+ 0,0)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	194,7 (- 13,8)	208,5	193,4 (- 1,3)	194,7 (- 1,7)	196,3 (- 5,8)
1 ^{er} programme d'achat d'obligations sécurisées	31,9 (- 3,1)	35,0	30,9 (- 1,3)	32,2 (- 0,7)	32,9 (- 0,5)
2 ^e programme d'achat d'obligations sécurisées	13,6 (- 0,5)	14,1	13,4 (- 0,3)	13,6 (- 0,2)	13,8 (- 0,1)
3 ^e programme d'achat d'obligations sécurisées	1,1 (+ 1,1)	0,0	2,8 (+ 2,8)	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)
Programme pour les marchés de titres	148,1 (- 11,3)	159,4	146,3 (- 2,5)	148,8 (- 0,8)	149,6 (- 5,2)
Programme d'achat de titres adossés à des actifs	0,0 (+ 0,0)	0,0	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)
Facilité de prêt marginal	0,2 (+ 0,0)	0,2	0,3 (+ 0,1)	0,2 (+ 0,0)	0,2 (- 0,1)
Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)					
Besoin global de refinancement	579,6 (- 33,3)	612,9	587,7 (+ 7,2)	580,5 (+ 12,0)	568,5 (- 25,4)
Facteurs autonomes	474,1 (- 34,3)	508,3	482,0 (+ 6,9)	475,1 (+ 11,9)	463,2 (- 25,7)
Excédent de liquidité	117,8 (- 9,0)	126,8	113,3 (+ 1,9)	111,4 (- 18,6)	130,0 (+ 0,4)
Remboursement des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans ¹⁾	75,2 (- 10,0)	85,2	23,5 (- 16,4)	39,9 (+ 28,0)	11,9 (- 23,6)
Évolutions des taux d'intérêt (en pourcentage)					
Opérations principales de refinancement	0,08 (- 0,10)	0,18	0,05 (+ 0,00)	0,05 (- 0,10)	0,15 (+ 0,00)
Facilité de prêt marginal	0,33 (- 0,18)	0,51	0,30 (+ 0,00)	0,30 (- 0,10)	0,40 (+ 0,00)
Facilité de dépôt	- 0,17 (- 0,10)	- 0,07	- 0,20 (+ 0,00)	- 0,20 (- 0,10)	- 0,10 (+ 0,00)
Moyenne de l'Eonia	0,002 (- 0,099)	0,101	- 0,003 (+ 0,002)	- 0,005 (- 0,021)	0,016 (- 0,022)

Source : BCE.

Note : Tous les chiffres du tableau étant arrondis, il peut arriver que le chiffre indiqué comme étant la variation par rapport à la période précédente ne représente pas la différence entre les chiffres arrondis fournis pour ces deux périodes (avec une différence de 0,1 milliard d'euros).

1) Pour le remboursement des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, la somme en euros se substitue à la moyenne.

1 Toutes les comparaisons se rapportent à la période précédente, sauf indication contraire.

d'euros, pour s'inscrire en moyenne à 474,1 milliards, tandis que les réserves obligatoires ont enregistré une légère hausse de 0,9 milliard pour ressortir à 105,4 milliards en moyenne (cf. tableau).

La variation de la moyenne des facteurs autonomes résulte de l'effet combiné des variations de plusieurs de ses composantes. Parmi les facteurs d'élargissement de la liquidité, les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 24,7 milliards d'euros pour s'inscrire en moyenne à 532,9 milliards, après une hausse de 30,3 milliards lors de la période précédente. Cette évolution reflète, entre autres, une diminution des dépôts libellés en euros des institutions officielles étrangères auprès de l'Eurosystème. L'introduction d'un taux négatif pour la facilité de dépôt et la nouvelle diminution des taux directeurs en septembre ont conduit certaines institutions officielles étrangères à poursuivre la réduction de leurs avoirs en numéraire auprès des banques centrales de l'Eurosystème.

Parmi les facteurs d'absorption de la liquidité, les billets en circulation ont augmenté de 12,7 milliards d'euros pour s'inscrire en moyenne à 972,3 milliards. Le rythme de l'augmentation s'est ralenti par rapport à la précédente période sous revue, en partie en raison d'une demande saisonnière de billets inférieure après l'activité touristique observée sur la période d'été. Les dépôts des administrations publiques ont diminué, de 29,9 milliards d'euros, pour s'inscrire en moyenne à 73,8 milliards. L'introduction d'un taux négatif pour la facilité de dépôt ayant aussi affecté les dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème, les Trésors publics nationaux ont intensifié leurs efforts pour placer leurs excédents de liquidité sur le marché à des taux d'intérêt positifs, sans toujours atteindre cet objectif.

La volatilité des facteurs autonomes a légèrement diminué, à partir de niveaux relativement élevés cependant. Les estimations hebdomadaires, publiées conjointement avec l'annonce des OPR, se sont établies entre 451,7 milliards et 500,9 milliards d'euros, en comparaison avec une fourchette de 451,7 milliards à 532,1 milliards lors de la période précédente. Cette volatilité résulte essentiellement des fluctuations des autres facteurs autonomes et des dépôts des administrations publiques. La volatilité traditionnelle des dépôts des administrations publiques résultant des cycles de l'impôt s'est accentuée sous l'effet des tentatives déjà mentionnées des Trésors publics et des clients des services de gestion des réserves de l'Eurosystème de placer une part plus importante de leurs avoirs sur le marché.

Les prévisions hebdomadaires des facteurs autonomes ont fait apparaître une erreur absolue moyenne de 4,8 milliards d'euros, ce qui représente une baisse par rapport à l'erreur absolue moyenne de 6,7 milliards observée lors de la précédente période sous revue. Tandis que l'erreur de prévision moyenne diminuait, la fourchette des erreurs de prévision hebdomadaire a augmenté, s'établissant entre - 6,6 milliards et 16,2 milliards d'euros. La baisse de l'erreur absolue moyenne et l'élargissement de la fourchette sont essentiellement imputables aux prévisions des dépôts des administrations publiques, qui ont affiché une erreur absolue moyenne de 4,9 milliards d'euros. Tandis que la précision des prévisions des dépôts des administrations publiques s'est améliorée en moyenne, il est resté difficile d'anticiper les activités d'investissement des Trésors publics dans un environnement où les taux à court terme du marché monétaire ont souvent été négatifs, notamment après la nouvelle réduction des taux directeurs de la BCE en septembre. Les autres facteurs autonomes y ont également contribué, avec une erreur absolue moyenne de 3,0 milliards d'euros².

Fourniture de liquidité

Le montant moyen de liquidités fournies par le biais d'opérations d'*open market* a diminué de 42,2 milliards d'euros, revenant à 697,4 milliards, durant la période sous revue. Cette évolution

² La somme des erreurs de prévision moyennes des différentes composantes des facteurs autonomes ne correspond pas à l'erreur de prévision moyenne du total des facteurs autonomes, certains de ces facteurs se compensant, par exemple les variations des composantes liées à la réévaluation de fin de trimestre du bilan.

résulte de l'effet conjugué des remboursements des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans et d'une diminution du recours moyen aux OPR, qui a été en partie contrebalancé par une augmentation de la fourniture de liquidité par le biais de la première TLTRO. La liquidité fournie par les opérations d'appels d'offres s'est élevée à 502,7 milliards d'euros en moyenne, soit une baisse de 28,4 milliards par rapport à la précédente période sous revue.

Le montant moyen de liquidités fournies par les opérations principales de refinancement hebdomadaires a diminué de 18,6 milliards d'euros, à 102,3 milliards, certaines contreparties ayant remplacé une part de leur activité d'emprunt par le biais d'OPR par un recours aux TLTRO. Les montants alloués chaque semaine sont restés volatils, fluctuant dans une fourchette comprise entre un plus haut de 131,8 milliards d'euros le 26 août et un plus bas de 82,5 milliards le 14 octobre, les banques ayant ajusté leur demande en fonction des évolutions de la liquidité et des conditions prévalant sur les marchés monétaires.

Les remboursements au titre des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans se sont poursuivis à un rythme moyen de 5,8 milliards d'euros par semaine, légèrement plus modéré que celui de la période précédente (6,3 milliards). À la fin de la période sous revue, les remboursements totaux s'élevaient à 697,0 milliards d'euros, soit 70 % du montant total emprunté et 133 % de l'injection nette de liquidité initiale. Les remboursements hebdomadaires ont continué de fluctuer, enregistrant un pic de 19,9 milliards d'euros le 24 septembre, certaines contreparties ayant opté pour l'obtention de financements par le biais de la première TLTRO.

Les portefeuilles détenus directement ont diminué en moyenne de 13,8 milliards d'euros, essentiellement en raison de l'arrivée à échéance de titres d'État dans le portefeuille du Programme pour les marchés de titres (SMP). Les achats d'obligations sécurisées dans le cadre du CBPP3 ont commencé le 20 octobre, seulement vers la fin de la période sous revue. Les achats d'obligations sécurisées ont réinjecté un montant de liquidité de 1,1 milliard d'euros en moyenne durant la période sous revue et le montant réglé dans le cadre du CBPP3 est ressorti à 7,4 milliards en fin de période.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité a diminué de 9 milliards d'euros, s'établissant en moyenne à 117,8 milliards pour la période sous revue, contre 126,8 milliards au cours de la précédente période. L'excédent quotidien détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants a diminué de 10,5 milliards d'euros, ressortant en moyenne à 90,9 milliards, tandis que le recours à la facilité de dépôt a augmenté de 1,6 milliard, s'inscrivant en moyenne à 27,1 milliards. Après une baisse régulière depuis début 2013, l'excédent de liquidité a fluctué autour d'un niveau de quelque 120 milliards d'euros depuis mars 2014. Au cours de la neuvième période de constitution de réserves de 2014, l'excédent de liquidité a légèrement diminué pour s'inscrire en moyenne à 111,4 milliards d'euros, son plus bas niveau depuis le règlement de la première opération à long terme d'une durée de trois ans fin 2011. L'excédent de liquidité a fortement fluctué, notamment durant la neuvième période de constitution, principalement sous l'effet de la volatilité des facteurs autonomes et des fluctuations des montants alloués lors des OPR. Au cours de la neuvième période de constitution, le bas niveau des dépôts des administrations publiques a coïncidé avec un recours important à l'OPR, qui a concerné la fin du trimestre, entraînant un pic de l'excédent de liquidité à 159 milliards d'euros. À plusieurs reprises, l'excédent de liquidité s'est inscrit temporairement au-dessous de 100 milliards d'euros, enregistrant un niveau plancher de 77 milliards le 23 septembre.

S'agissant de sa composition, les contreparties ont détenu, en moyenne au cours de la période sous revue, 23 % de l'excédent de liquidité dans le cadre de la facilité de dépôt et 77 % en tant

qu'excédent de réserves. L'excédent de réserves (c'est-à-dire l'excédent moyen détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants) ayant été également assorti du taux d'intérêt négatif appliqué à la facilité de dépôt depuis juin, les contreparties devraient rester indifférentes à la forme sous laquelle est détenu l'excédent de liquidité. Toutefois, pour certaines contreparties, des aspects techniques et opérationnels peuvent rendre les comptes courants plus pratiques, tandis que pour d'autres contreparties, des aspects opérationnels et réglementaires favorisent le recours à la facilité de dépôt. Au cours de la période sous revue, la part de l'excédent de liquidité détenue dans le cadre de la facilité de dépôt a augmenté, passant de 19 % à 27 %, en raison à la fois d'un recours moyen plus élevé à la facilité de dépôt et d'une diminution des avoirs en comptes courants.

Évolution des taux d'intérêt

L'Eonia s'est établi à 1,6 point de base en moyenne lors de la huitième période de constitution, avant la réduction des taux directeurs de la BCE qui a pris effet le 10 septembre, contre 10,1 points de base durant les trois périodes de constitution précédentes. Il a fluctué entre un plafond de 10,1 points de base le 13 août et un plancher de -0,4 point de base le 28 août, reflétant les variations de l'excédent de liquidité. À la suite de la baisse des taux des OPR, de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal, l'Eonia a enregistré une valeur moyenne négative pour la première fois lors de la neuvième période de constitution (-0,5 point de base) et de la dixième période de constitution (-0,3 point de base), et atteint un nouveau point bas de -4,5 points de base le 3 octobre. La volatilité a été très limitée : à l'exception des pics de fin de mois, l'Eonia est resté à l'intérieur d'une fourchette étroite, fluctuant entre 2,2 points de base le 24 septembre et -4,5 points de base le 3 octobre.

2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

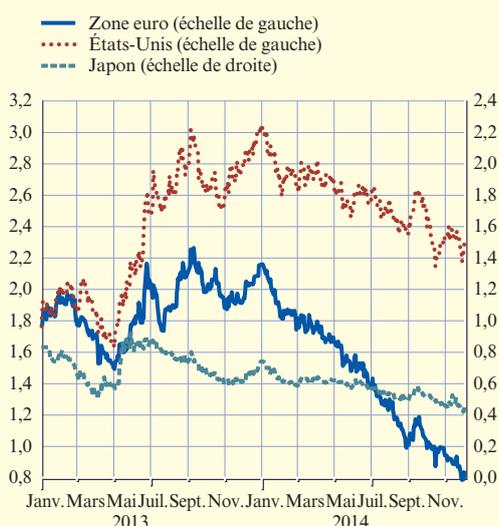
Entre fin août et début décembre 2014, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA dans la zone euro se sont infléchis, faisant suite à la publication de données économiques décevantes pour la zone euro et à l'incertitude générale du marché quant aux perspectives relatives à la croissance mondiale. Les rendements des emprunts publics à long terme se sont moins repliés aux États-Unis et au Japon, même s'ils ont présenté une certaine volatilité. Les rendements des emprunts publics à long terme des pays de la zone euro en proie à des difficultés se sont affermis mi-octobre, traduisant à la fois l'incertitude entourant les perspectives relatives à la croissance mondiale et des informations spécifiques aux pays, bien que le mouvement de hausse se soit ensuite inversé dans la plupart des pays. L'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme sur les marchés obligataires a présenté des fluctuations marquées pendant la période sous revue, induisant une légère baisse dans la zone euro et une hausse aux États-Unis et au Japon.

Entre fin août et le 3 décembre 2014, les rendements des emprunts publics à dix ans notés AAA dans la zone euro ont cédé quelque 16 points de base, pour ressortir à 0,9 % (cf. graphique 22). Dans le même laps de temps, les rendements des emprunts publics à dix ans aux États-Unis et au Japon se sont moins contractés, s'établissant respectivement à environ 2,3 % et 0,4 % le 3 décembre. Les rendements des emprunts publics à plus court terme notés AAA dans la zone euro sont demeurés globalement inchangés, affichant des niveaux légèrement négatifs, si bien que la pente de la structure par terme, mesurée par l'écart entre les rendements à dix ans et à deux ans, a diminué de quelque 15 points de base pendant la période sous revue.

Les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA dans la zone euro se sont légèrement affermis durant la première partie du mois de septembre. Cette hausse s'est immédiatement inversée dans la foulée de la publication de données économiques décevantes pour la zone euro et les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA ont présenté une légère tendance à la baisse pendant le reste de la période. C'est vers mi-octobre que ces rendements obligataires ont affiché les reculs les

Graphique 22 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

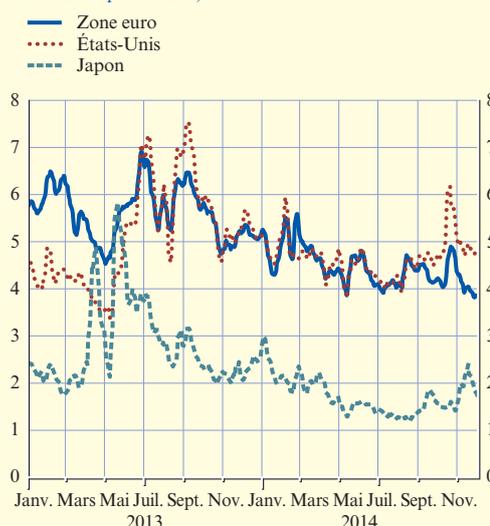


Sources : EuroMTS, BCE, Bloomberg et Thomson Reuters.

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

Graphique 23 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 à court terme (jusqu'à trois mois) pour les prix des emprunts publics à dix ans allemands et américains. Elle est fondée sur les valeurs de marché des contrats d'options négociés correspondants. Bloomberg utilise la volatilité implicite des *strikes* à la monnaie les plus proches des options de vente (*puts*) et des options d'achat (*calls*) à partir des contrats à terme arrivant à échéance au cours du mois le plus proche.

plus sensibles, en réaction à la publication de nouvelles données économiques défavorables pour la zone euro et d'informations spécifiques aux pays, ainsi qu'à l'inquiétude générale du marché concernant la croissance économique mondiale. *A contrario*, les rendements obligataires à long terme dans les pays en difficulté de la zone euro se sont accrus à la suite de ces événements, même si les augmentations s'étaient inversées à la fin de la période considérée dans la plupart des pays touchés.

Aux États-Unis, les rendements obligataires à long terme se sont appréciés durant la première partie de la période en réponse à l'amélioration générale des données économiques et à l'anticipation par les intervenants de marché d'une accélération du resserrement de la politique monétaire outre-Atlantique. Par la suite, les rendements obligataires à long terme aux États-Unis se sont contractés entre mi-septembre et mi-octobre, les baisses les plus sensibles ayant été enregistrées à la fin de cet intervalle. Ces replis se sont manifestés dans un contexte caractérisé par une inquiétude du marché quant à la croissance mondiale et par l'anticipation par les intervenants de marché d'un ralentissement du resserrement de la politique monétaire. À la fin de la période sous revue, les rendements obligataires à long terme aux États-Unis ont commencé à se redresser à la faveur de la publication de données économiques positives outre-Atlantique, clôturant la période à des niveaux à peine inférieurs à ceux qu'ils affichaient fin août. Les décisions prises par le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC), dans un premier temps en vue de réduire de 10 milliards de dollars américains le rythme de ses achats d'actifs en septembre, avant de suspendre totalement ces achats en octobre, avaient été anticipées par les marchés et n'ont donc pas eu d'incidence significative sur les rendements obligataires à long terme aux États-Unis. Au Japon, les rendements obligataires à long terme se sont légèrement contractés durant la période considérée. La décision du 31 octobre de la Banque du Japon d'étendre considérablement son assouplissement monétaire n'a que très faiblement pesé sur les rendements à long terme nippons, même si la décision a surpris la plupart des intervenants de marché.

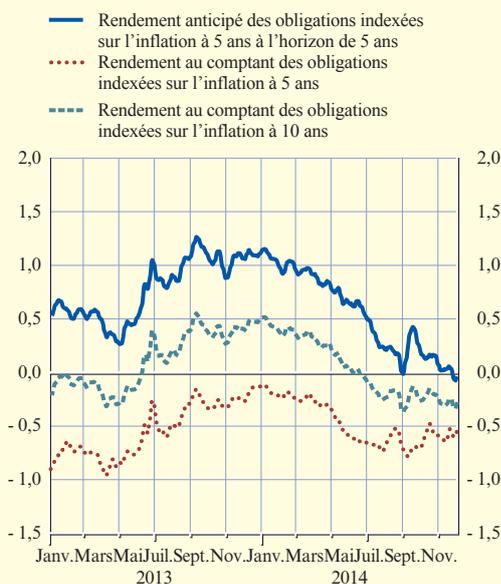
L'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme sur les marchés obligataires, mesurée par la volatilité implicite tirée des options sur les obligations à brève échéance, a présenté des fluctuations prononcées pendant la période sous revue tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, la hausse la plus vive ayant été enregistrée mi-octobre en réaction aux inquiétudes suscitées des intervenants de marché quant à la croissance mondiale (cf. graphique 23). De manière générale néanmoins, la volatilité implicite sur les marchés obligataires de la zone euro affichait fin décembre un niveau inférieur à celui qu'elle présentait fin août, puisqu'elle avoisinait 3,9 %. À l'inverse, la volatilité implicite aux États-Unis a clôturé la période considérée en affichant un niveau plus élevé, s'établissant aux alentours de 4,9 % le 3 décembre. La volatilité implicite s'est également accrue au Japon : un premier mouvement haussier a été enregistré fin octobre, lorsque la Banque du Japon a annoncé une expansion considérable de son programme d'assouplissement monétaire, et a été suivi par une deuxième vague d'augmentations qui ont fait écho à la publication de données décevantes relatives au PIB réel pour le troisième trimestre 2014.

Les rendements obligataires réels dans la zone euro, mesurés par les rendements des emprunts publics indexés sur l'inflation, se sont appréciés pendant la période sous revue. Les rendements réels des emprunts publics à cinq ans et à dix ans ont affiché des progressions de l'ordre de 0,12 % et 0,03 %, pour s'établir à des niveaux proches de -0,55 % et -0,29 % respectivement. Le taux d'intérêt réel anticipé à long terme s'est apprécié pendant les premiers jours de septembre, traduisant une légère hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme. La tendance s'est par la suite inversée, si bien que, sur l'ensemble de la période, le taux d'intérêt réel anticipé à long terme s'est replié de quelque 0,05 %, pour s'établir à -0,04 % environ (cf. graphique 24).

Les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme, calculés comme étant l'écart entre les obligations nominales et les obligations indexées sur l'inflation correspondantes, se sont repliés durant la période sous revue. Le 3 décembre, les points morts d'inflation avoisinaient 0,7 % à l'horizon

Graphique 24 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 taux réels sont calculés comme une moyenne pondérée par le PIB des taux réels estimés séparément pour la France et l'Allemagne.

Graphique 25 Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon de la zone euro et taux des swaps indexés sur l'inflation

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



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

de cinq ans et 1,2% à l'horizon de dix ans. Le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a également fléchi quelque peu pendant la période considérée, ressortant à environ 1,7% le 3 décembre (cf. graphique 25). Un peu moins volatils, les points morts d'inflation anticipés à long terme, calculés à partir des *swaps* indexés sur l'inflation, se sont aussi infléchis, affichant quelque 1,8% à la fin de la période. Pour l'instant, les intervenants de marché considèrent le risque d'un taux d'inflation supérieur à 2% relativement faible, si bien que le prix du marché du risque d'inflation, inclus dans les indicateurs des anticipations d'inflation à long terme fondés sur le marché, présente un niveau historiquement bas. De plus, le récent renforcement de l'offre d'obligations indexées sur l'inflation dans la zone euro a induit une pression baissière supplémentaire sur les mesures relatives aux anticipations d'inflation fondées sur les marchés. Les mesures relatives aux anticipations d'inflation à un horizon compris entre six et dix ans fondées sur les enquêtes pointent, pour l'heure, un taux d'inflation de 1,9%.

Entre fin août et le 3 décembre, la structure par terme des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés dans la zone euro est demeurée globalement inchangée pour les échéances courtes, alors qu'elle a opéré un mouvement à la baisse pour les échéances à moyen et à long terme (cf. graphique 26). Plus particulièrement, les taux d'intérêt implicites anticipés à long terme ont cédé quelque 25 points de base pour les échéances à environ dix ans, entraînant un aplatissement sensible de la courbe des rendements anticipés durant la période.

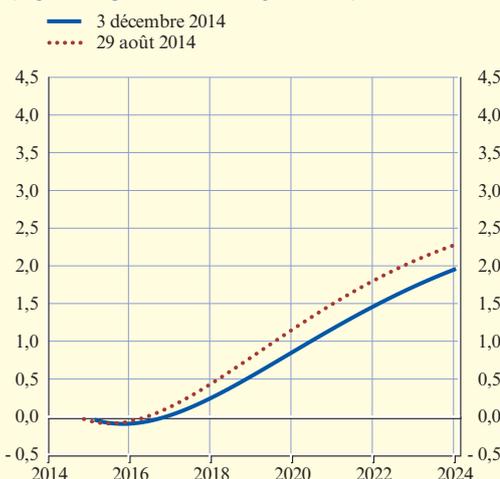
Les écarts de rendement (par rapport à l'indice Merrill Lynch des emprunts publics notés AAA pour l'UEM) des obligations bien notées émises par des sociétés non financières se sont resserrés, tandis que ceux des obligations moins bien notées demeureraient globalement inchangés le 3 décembre par rapport aux niveaux qui prévalaient fin août. Les écarts de rendement des obligations bien notées émises par des sociétés financières ont également décliné, alors qu'ils sont restés globalement inchangés pour les obligations moins bien notées. Les écarts de rendement des obligations assorties d'une plus faible notation émises par des sociétés financières et non financières ont affiché une certaine volatilité pendant la période sous revue, les hausses les plus fortes ayant été observées mi-octobre.

2.5 MARCHÉS BOURSIERS

Entre fin août et début décembre 2014, les prix des actions ont affiché des mouvements volatils, sous l'effet de données économiques contrastées pour les différentes zones économiques ainsi que de l'incertitude générale du marché quant à la croissance mondiale. Les cours des actions de la zone euro se sont globalement orientés à la hausse, en raison d'une reprise en fin de période. Les cours des actions américaines ont eux aussi enregistré un gain net, soutenu par l'annonce aux États-Unis de données économiques favorables. Les cours des actions au Japon ont fortement augmenté lorsque la Banque du Japon a décidé d'étendre considérablement son assouplissement monétaire.

Graphique 26 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.

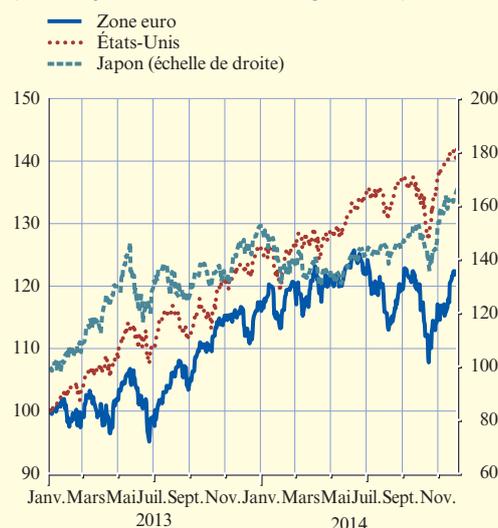
Dans la zone euro, les cours boursiers, tels que mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, ont progressé de 3 % environ entre fin août et le 3 décembre. Aux États-Unis, les cours des actions, tels que mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont engrangé une hausse d'environ 4 %, tandis que les cours boursiers au Japon, mesurés à l'aune de l'indice Nikkei 225, se sont orientés sensiblement à la hausse, présentant une augmentation d'environ 15 % (cf. graphique 27).

Les évolutions sur les marchés boursiers de la zone euro se sont scindées en deux phases distinctes. Les cours des actions de la zone euro ont affiché une tendance à la baisse prolongée à partir de début septembre. Les plus fortes baisses ont eu lieu vers mi-octobre, sur fond de données économiques décevantes pour la zone euro, d'un lot d'actualités spécifiques à des pays donnés, et de préoccupations générales des marchés quant à la croissance mondiale ; les cours des actions de la zone euro ont alors atteint leur niveau le plus bas depuis septembre 2013. Ensuite, sur fond de reflux de l'incertitude sur les marchés financiers, les cours des actions de la zone euro ont retrouvé des niveaux bien supérieurs à ceux qui prévalaient fin août.

Les performances des cours boursiers dans les différents secteurs économiques de la zone euro se sont avérées inégales au cours de la période sous revue (cf. tableau 6). Ce sont les secteurs des télécommunications et des biens de consommation qui ont enregistré les hausses les plus importantes. Les baisses les plus significatives concernaient quant à elles le secteur pétrolier et gazier ainsi que celui des soins de santé. À l'annonce par la BCE, le 26 octobre, des résultats de l'évaluation complète, les cours des actions financières de la zone euro ont dans un premier temps accusé un repli, marqué par des baisses importantes au niveau de certains établissements. Au cours des jours qui ont suivi l'annonce, ces replis se sont pour la plupart inversés, mais globalement, les cours du secteur financier ont légèrement diminué au cours de la période sous revue.

Graphique 27 Indices boursiers

(indice : 1^{er} janvier 2013 = 100 ; données quotidiennes)



Source : Thomson Reuters.

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

Tableau 6 Évolution des cours des indices Dow Jones EuroStoxx par secteur économique

(en pourcentage)

	EuroStoxx	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Santé	Industrie	Technologie	Télécommunications	Services collectifs
Part du secteur dans la capitalisation boursière (données de fin de période)	100,0	9,7	6,9	16,9	5,8	23,9	5,5	14,9	5,2	4,9	6,3
Évolution des cours (données de fin de période)											
T3 2013	10,1	4,7	8,2	6,5	7,3	18,9	-4,5	12,0	14,4	16,8	9,6
T4 2013	7,3	9,5	7,1	3,4	0,9	12,5	6,0	7,5	7,2	6,8	4,3
T1 2014	10,4	8,2	9,4	5,3	6,1	18,1	4,5	9,5	6,3	10,0	18,2
T2 2014	0,9	3,6	-2,0	2,6	9,1	-3,6	2,8	-0,9	-1,5	6,7	4,6
T3 2014	-1,3	-3,4	-3,3	-5,6	-5,0	2,3	12,0	-4,7	4,8	-2,5	-0,3
Octobre 2014	-3,1	-1,0	-5,4	-2,2	-5,8	-5,2	4,0	-7,4	-0,3	5,1	1,2
Novembre 2014	0,8	1,7	3,9	4,2	-15,4	-1,7	6,9	-3,2	9,3	10,1	5,9
29 août 2014 – 3 décembre 2014	2,7	4,1	5,7	6,8	-12,2	1,7	-0,2	1,9	3,2	13,3	2,4

Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

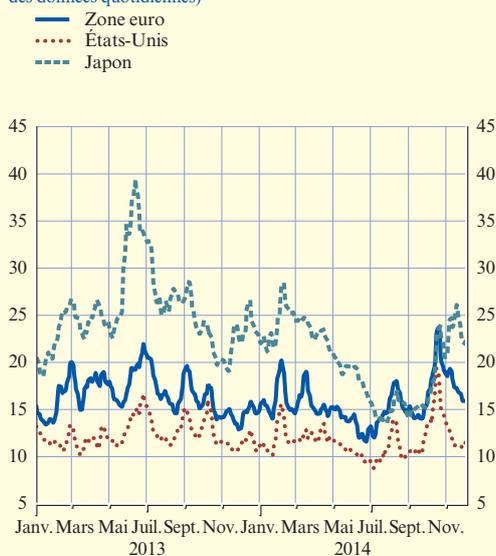
Les cours des actions aux États-Unis se sont repliés au cours de la première partie de la période sous revue. Comme dans la zone euro, les baisses les plus significatives ont eu lieu vers mi-octobre, à la suite de l'annonce de données économiques en demi-teintes et de préoccupations générales du marché quant à la croissance mondiale. Au cours de la dernière partie de la période sous revue, les cours des actions aux États-Unis ont opéré un redressement notable, et ont clôturé la période bien au-delà des niveaux observés fin août. Cette hausse a suivi l'embellie générale sur le plan des données économiques, notamment en matière de croissance du PIB réel et de marché du travail. La performance sectorielle des cours des actions aux États-Unis a été positive dans la plupart des secteurs, les augmentations les plus importantes étant notées dans les soins de santé et les services publics. Les baisses les plus marquées ont touché le secteur pétrolier et gazier ainsi que celui des télécommunications.

C'est le Japon qui, des trois zones économiques considérées, a le mieux progressé au cours de la période sous revue, grimpant de 15 % environ. À l'instar des évolutions notées dans la zone euro et aux États-Unis, les cours des actions au Japon ont faibli en octobre sur fond d'inquiétudes quant à la croissance mondiale. Ils se sont ensuite nettement redressés après la décision adoptée le 31 octobre par la Banque du Japon d'étendre son assouplissement monétaire. Vers la fin de la période sous revue, les cours des actions japonaises ont temporairement fléchi lors de la publication de chiffres décevants concernant la croissance du PIB réel pour le troisième trimestre de 2014 et de l'annonce de nouvelles élections législatives, mais ils se sont rapidement redressés, clôturant la période sous revue à des niveaux nettement supérieurs à ceux observés fin août.

L'incertitude des investisseurs, telle que mesurée par la volatilité implicite, s'est accentuée dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon. Dans la zone euro et aux États-Unis, l'incertitude des marchés boursiers

Graphique 28 Volatilité implicite des marchés boursiers

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

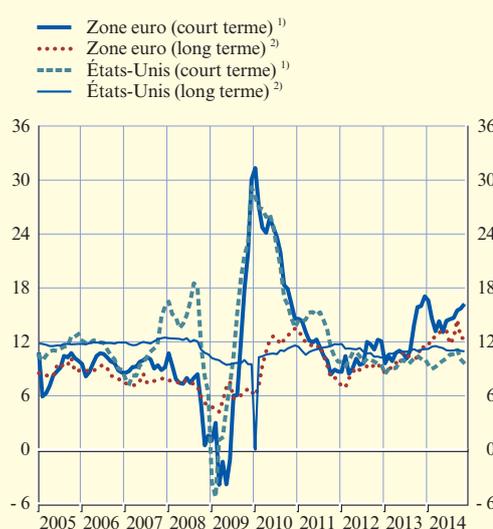


Source : Bloomberg.

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

Graphique 29 Croissance attendue des bénéfices par action aux États-Unis et dans la zone euro

(en pourcentage annuel ; données mensuelles)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Croissance attendue des bénéfices des sociétés composant l'indice Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro et des sociétés composant l'indice Standard & Poor's 500 pour les États-Unis

1) Le « court terme » correspond aux bénéfices attendus à un horizon de douze mois (taux de croissance annuels).

2) Le « long terme » correspond aux bénéfices attendus à un horizon compris entre trois ans et cinq ans (taux de croissance annuels).

s'est intensifiée vers mi-octobre à la suite de baisses marquées des cours des actions de part et d'autre de l'Atlantique, et en osmose avec l'incertitude des marchés quant à la croissance mondiale. Par la suite, cette poussée d'incertitude s'est dans une certaine mesure inversée mais en dépit de ce revirement, l'incertitude sur les marchés boursiers dans la zone euro et aux États-Unis s'est dans l'ensemble affichée en hausse au cours de la période sous revue, s'établissant, le 3 décembre, autour de 16 % et 11 % respectivement (cf. graphique 28). L'incertitude sur les marchés boursiers au Japon s'est également accrue vers mi-octobre, mais, au contraire de l'évolution observée dans les deux autres zones économiques, elle a poursuivi sa progression, clôturant la période sous revue à un niveau nettement plus élevé de 22 %.

Les données disponibles relatives aux bénéfices des sociétés financières et non financières de la zone euro figurant dans l'indice Dow Jones EuroStoxx font apparaître que les bénéfices effectifs, calculés sur les douze mois qui précèdent, sont passés d'un recul de quelque 3 % fin août 2014 à une hausse d'environ 2 % fin novembre 2014. En novembre, les opérateurs de marché s'attendaient à ce que les bénéfices par action des sociétés augmentent de 16 % au cours des douze mois suivants. Les opérateurs de marché prévoyaient une croissance à long terme (cinq ans) des bénéfices par action d'environ 12 % par an (cf. graphique 29).

2.6 FINANCEMENT ET SITUATION FINANCIÈRE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Le coût réel du financement des sociétés non financières de la zone euro a légèrement diminué entre juillet et octobre 2014. Ce repli traduit une baisse du coût réel des fonds propres et des prêts bancaires à court terme, laquelle a plus que compensé l'augmentation du coût réel du financement par endettement de marché et des prêts bancaires à long terme. Au troisième trimestre 2014, les critères d'octroi des prêts aux sociétés non financières se sont assouplis en termes nets. C'est la deuxième fois depuis le deuxième trimestre 2007 qu'un assouplissement net des critères d'octroi des prêts est observé. Selon les estimations, le flux global de financement externe des sociétés non financières s'est stabilisé à l'automne, tout en demeurant faible. Cette faiblesse reflète à la fois un recul des remboursements nets des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières et un fléchissement de l'émission nette de titres par les entreprises.

CONDITIONS DE FINANCEMENT

Le coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro, tel que calculé en pondérant le coût de différents types de financement par leur encours respectif, et corrigé des effets de valorisation, a légèrement diminué (- 4 points de base) entre juillet et octobre 2014, pour s'établir à 3,5 % en octobre 2014 (cf. graphique 30). L'évolution de l'indice global reflète une baisse de 12 points de base du coût réel des fonds propres et de 8 points de base des taux d'intérêt débiteurs à court terme. Tant le coût réel du financement par endettement de marché que les taux d'intérêt débiteurs à

Graphique 30 Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro

(en pourcentage annuel ; données mensuelles)

- Coût total du financement
- Taux débiteurs réels à court terme des IFM
- Taux débiteurs réels à long terme des IFM
- Coût réel du financement par endettement de marché
- Coût réel des actions cotées



Sources : BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch et prévisions du Consensus économique.

Notes : Le coût réel du financement externe des sociétés non financières correspond à la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des titres de créance et du coût des actions, en fonction de leurs encours respectifs, et déflaté des anticipations d'inflation (cf. l'encadré 4 du *Bulletin mensuel* de mars 2005). L'introduction, début 2003, des taux débiteurs harmonisés des IFM a entraîné une rupture statistique dans les séries. 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).

Tableau 7 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux nouveaux prêts accordés aux sociétés non financières

(en pourcentage annuel ; en points de base)

							Variation en points de base ¹⁾ à octobre 2014 depuis		
	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014	Sept. 2014	Oct. 2014	Juil. 2013	Juil. 2014	Sept. 2014
Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts									
Découverts bancaires consentis aux sociétés non financières	3,86	3,79	3,78	3,71	3,52	3,42	- 42	- 17	- 10
Prêts aux sociétés non financières ≤ 1 million d'euros									
À taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est ≤ 1 an	3,75	3,78	3,78	3,59	3,31	3,29	- 56	- 31	- 2
Dont la période de fixation initiale du taux est > 5 ans	3,26	3,27	3,29	3,11	2,84	2,82	- 45	- 24	- 2
Prêts aux sociétés non financières > 1 million d'euros									
À taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est ≤ 1 an	2,15	2,29	2,25	2,09	1,89	1,81	- 41	- 18	- 8
Avec une période de fixation initiale du taux > 5 ans	3,06	2,96	2,98	2,71	2,40	2,43	- 63	- 35	3
Pour mémoire									
Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	0,23	0,29	0,31	0,21	0,08	0,09	- 14	- 12	1
Rendement des emprunts publics à 2 ans	0,22	0,25	0,17	0,02	- 0,10	- 0,08	- 26	- 9	2
Rendement des emprunts publics à 7 ans	1,42	1,58	1,21	0,87	0,57	0,51	- 83	- 29	- 6

Source : BCE.

Note : Le rendement des emprunts publics de la zone euro est fondé sur les données de la BCE relatives aux emprunts publics notés AAA (en se fondant sur la notation de Fitch), qui incluent actuellement les emprunts publics autrichiens, finlandais, français, allemands et néerlandais.

1) La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

long terme se sont accrus, de 12 et 11 points de base respectivement. Les données disponibles pour novembre 2014 suggèrent que le coût réel des fonds propres et celui du financement par endettement de marché se sont repliés.

Un examen plus détaillé des composantes du financement externe fait apparaître que, pendant la période comprise entre juillet et octobre 2014, les taux d'intérêt nominaux appliqués par les IFM aux prêts consentis aux sociétés non financières se sont contractés. La baisse a été quelque peu plus marquée pour les prêts à long terme (à savoir ceux dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans), dont les taux ont reflué de 35 points de base au cours de la période sous revue. Dans le même temps, les taux d'intérêt nominaux des nouveaux prêts de faible montant (d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros) dont la période de fixation initiale du taux est plus courte se sont tassés de 31 points de base, tandis que ceux des prêts de montant élevé (d'un montant supérieur à un million d'euros) ont reculé de 18 points de base (cf. tableau 7). Durant la même période, l'écart entre les taux d'intérêt sur les prêts de faible montant et ceux sur les prêts de montant élevé s'est resserré de 12 points de base pour les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux plus courte, alors qu'il s'est creusé de 12 points de base pour les prêts dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro et les taux d'intérêt du marché monétaire ont également reculé entre juillet et octobre 2014. En raison d'un fléchissement moindre des taux du marché monétaire, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme des prêts de faible montant et de ceux de montant élevé, d'une part, et l'Euribor 3 mois, d'autre part, a diminué de 19 et 7 points de base respectivement. L'écart entre les taux d'intérêt à long terme appliqués aux prêts de montant élevé et le rendement des emprunts publics à sept ans notés AAA s'est resserré de 7 points de base, tandis que celui entre les taux d'intérêt à long terme appliqués aux prêts de faible montant et les taux d'intérêt du marché des obligations souveraines s'est élargi de 5 points de base.

S'agissant des données d'enquête sur l'offre et la demande de prêts bancaires aux sociétés non financières de la zone euro, l'enquête d'octobre 2014 sur la distribution du crédit bancaire portant sur le troisième trimestre 2014 a montré que les conditions d'octroi de crédits aux sociétés non financières se sont assouplies en termes nets pour la deuxième fois depuis le deuxième trimestre 2007 (- 2 % des banques ont indiqué que les critères d'octroi de crédits s'étaient durcis, contre - 3 % au trimestre précédent).

Les facteurs liés au coût du financement bancaire et aux contraintes de bilan ont encore quelque peu contribué à un assouplissement des critères d'octroi de crédits aux entreprises au troisième trimestre 2014. Plus précisément, cette

évolution est principalement attribuable à la poursuite du renforcement de la position de liquidité des banques de la zone euro ainsi qu'à l'amélioration persistante de l'accès des banques au financement de marché, alors que les positions en fonds propres des banques ont entraîné un durcissement marginal. Par contre, la perception par les banques des risques relatifs aux perspectives d'activité des entreprises et à l'incertitude macroéconomique s'est traduite par un léger durcissement net (2 %, contre - 3 %) des critères d'octroi de crédits aux entreprises au troisième trimestre, après avoir permis un léger assouplissement net au cours des deux trimestres précédents, corroborant la reprise modeste de l'économie. Ces développements reflètent une détérioration des anticipations, jusqu'alors plus favorables, des banques concernant les perspectives macroéconomiques et la situation d'entreprises spécifiques. De plus, l'évaluation par les banques du risque relatif aux garanties exigées a induit un léger durcissement des critères d'octroi. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le troisième trimestre 2014* du *Bulletin mensuel* de novembre 2014.

Pour ce qui est des conditions de financement de marché, l'évolution du coût du financement par endettement de marché a varié entre juillet et octobre 2014 selon les catégories de notation des obligations du secteur privé. L'écart entre les obligations bénéficiant d'une notation élevée, telles que les obligations du secteur privé notées A et AA, et les rendements des emprunts publics notés AAA a quelque peu diminué, tandis que l'écart pour les obligations moins bien notées (« à rendement élevé ») s'est élargi de 38 points de base (cf. graphique 31). Des données plus récentes sur le financement par endettement de marché indiquent que l'écart pour les obligations des catégories de notation inférieure s'est resserré en novembre 2014.

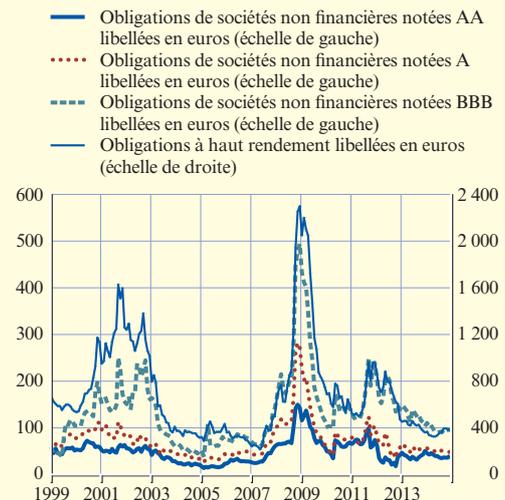
FLUX DE FINANCEMENT

Le taux de variation annuel des bénéfices par action des sociétés non financières de la zone euro a augmenté entre juillet et octobre 2014. En particulier, le taux de variation annuel des bénéfices par action des sociétés cotées de la zone euro s'est établi à -0,7 % en octobre 2014, contre -4,8 % en juillet 2014 (cf. graphique 32). S'agissant des évolutions à venir, les intervenants de marché s'attendent, sur la base d'indicateurs extraits de sources de marché, à ce que le taux de variation des bénéfices par action revienne en territoire positif au quatrième trimestre de cette année.

Le flux global du financement externe des sociétés non financières s'est stabilisé à l'automne, après

Graphique 31 Écarts de rendement des obligations des sociétés non financières

(en points de base ; moyennes mensuelles)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Notes : Les écarts de rendement sont calculés par rapport aux emprunts d'État notés AAA.

Graphique 32 Bénéfices par action des sociétés non financières cotées de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

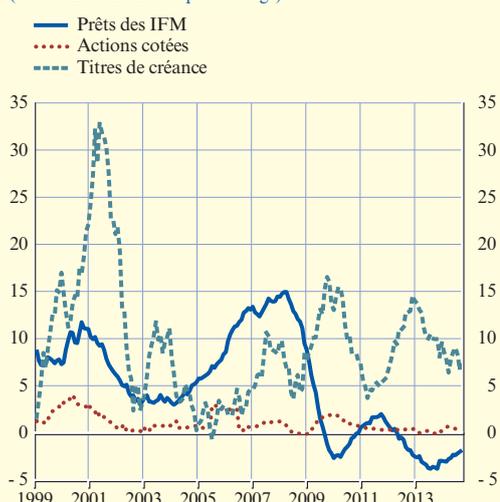
une période de contraction. Cette amélioration traduit à la fois un recul des remboursements nets des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières et un fléchissement de l'émission nette de titres par les entreprises (cf. graphique 33). Toutefois, le niveau du financement externe des sociétés non financières demeure peu élevé, reflétant la faiblesse de l'activité économique, la persistance des besoins de désendettement des entreprises dans une série de pays, le niveau record des liquidités détenues par les entreprises et certaines contraintes persistantes sur l'offre de financement, en particulier aux petites et moyennes entreprises (PME).

Corrigé des cessions de prêts et de l'activité de titrisation, le taux de croissance annuel des prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières est ressorti à - 2,1 % au troisième trimestre 2014, contre - 2,7% au trimestre précédent. En octobre 2014, le taux de croissance annuel a encore progressé pour s'élever à - 1,6 %. Le taux de croissance annuel de l'émission de titres de créance est revenu à 6,7% au troisième trimestre 2014, contre 8,6% au trimestre précédent, tandis que le taux de croissance des actions cotées est demeuré inchangé à un niveau modéré (cf. tableau 8).

Le recul du besoin des entreprises d'émettre des titres de créance s'explique en partie par l'amélioration des conditions du crédit et par d'amples volants de liquidité. Toutefois, la faiblesse de la demande de prêts et la

Graphique 33 Financement externe des sociétés non financières par instruments

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Note : Les actions cotées sont libellées en euros.

Tableau 8 Financement des sociétés non financières

(variations en pourcentage ; données de fin de trimestre)

	Taux de croissance annuels				
	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 T2	2014 T3
Prêts des IFM d'une durée	- 3,6	- 3,0	- 3,1	- 2,3	- 2,0
≤ 1 an	- 3,1	- 4,0	- 4,9	- 2,8	- 1,4
> 1 an et ≤ 5 ans	- 5,6	- 5,6	- 5,0	- 3,3	- 3,3
> 5 ans	- 3,2	- 1,7	- 1,6	- 1,8	- 1,9
Titres de créance émis	10,0	8,1	7,8	8,6	6,7
Court terme	0,5	- 9,0	- 9,1	- 11,3	- 10,0
Long terme, dont : ¹⁾	11,0	9,7	9,5	10,5	8,2
Taux fixe	11,1	9,3	8,9	10,1	8,1
Taux variable	11,3	12,6	14,9	12,7	8,7
Actions cotées émises	0,1	0,2	0,6	0,6	0,6
Pour mémoire ²⁾					
Financement total	0,9	1,0	0,7	0,5	0,5
Prêts aux sociétés non financières	- 1,2	- 1,9	- 2,1	- 2,0	- 1,3
Provisions techniques d'assurance ³⁾	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4

Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données figurant dans ce tableau (à l'exception de la rubrique « Pour mémoire ») sont recensées dans les statistiques monétaires et bancaires ainsi que dans les statistiques relatives aux émissions de titres. Elles peuvent présenter de légères différences avec les données recensées dans les statistiques relatives aux comptes financiers, principalement en raison des méthodes de valorisation utilisées. Les données relatives aux prêts des IFM ne sont pas corrigées des cessions et de la titrisation.

1) La somme des données des rubriques « taux fixe » et « taux variable » peut ne pas correspondre au total de la rubrique « long terme », dans la mesure où les titres de créance à long terme zéro coupon, qui contiennent des effets de valorisation, ne sont pas présentés séparément dans ce tableau.

2) Les données sont tirées des comptes trimestriels européens par secteurs. Le financement total des sociétés non financières comprend les prêts, les titres de créance émis, les actions et autres participations émises, les provisions techniques d'assurance, les autres comptes à payer et les dérivés financiers.

3) Comprend les provisions de fonds de pension.

récente évolution de l'émission de titres de créance par les entreprises sont également imputables à l'atonie de l'environnement économique. De plus, en termes absolus, l'émission de titres de créance se concentre toujours sur un nombre restreint de pays de la zone euro, l'accès aux marchés obligataires étant dans la plupart des cas limité aux grandes entreprises bénéficiant d'une notation élevée. Les PME sont généralement trop petites pour absorber les coûts fixes associés à l'émission de titres de créance sur les marchés financiers. Par conséquent, elles sont nettement plus dépendantes du financement bancaire que les grandes entreprises et sont dès lors touchées de manière disproportionnée par la contraction persistante des prêts bancaires.

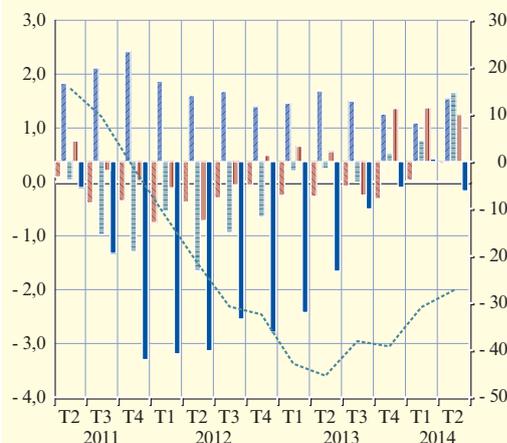
Au troisième trimestre 2014, la diminution la plus marquée des prêts des IFM aux sociétés non financières a été observée pour ceux à moyen terme, c'est-à-dire ceux dont la période de fixation initiale du taux est comprise entre un et cinq ans. Par rapport au trimestre précédent, le rythme de contraction s'est ralenti dans le cas des prêts à court terme (à savoir ceux dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an), alors qu'il s'est légèrement accéléré pour les prêts à long terme (à savoir ceux dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans). Depuis 2007, l'émission de titres de créance par les sociétés non financières privilégie les instruments assortis d'échéances plus longues. Cette tendance s'est poursuivie en septembre 2014, la part des titres de créance à long terme émis par les sociétés non financières grimant à 93 % (contre 84 % en 2007).

L'enquête d'octobre 2014 sur la distribution du crédit bancaire a montré que la demande nette de prêts des sociétés non financières (à savoir l'écart entre la somme des pourcentages des banques indiquant

Graphique 34 Croissance des prêts et facteurs contribuant à la demande de prêts des sociétés non financières

(variations annuelles en pourcentage ; en pourcentage net)

- FBCF (échelle de droite)
- Stocks et fonds de roulement (échelle de droite)
- Opérations de fusions et acquisitions et restructuration d'entreprises (échelle de droite)
- Restructuration de dettes (échelle de droite)
- Autofinancement (échelle de droite)
- Prêts aux sociétés non financières (échelle de gauche)



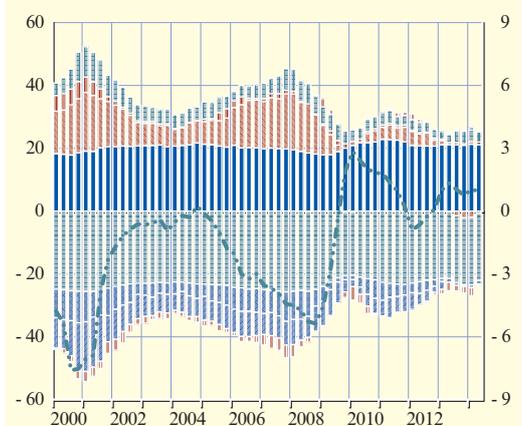
Source : BCE.

Notes : Les pourcentages nets se définissent comme l'écart entre le pourcentage des banques indiquant que le facteur en question a contribué à une augmentation de la demande et le pourcentage de celles déclarant qu'il a contribué à une baisse. Les variables de l'échelle de droite sont exprimées en pourcentage net.

Graphique 35 Épargne, financement et investissement des sociétés non financières

(sommes mobiles sur quatre trimestres ; en pourcentage de la valeur ajoutée brute)

- Épargne brute et transferts nets en capital
- Émission d'actions cotées
- Formation brute de capital
- Acquisition nette d'actions
- Financement par endettement
- Émission d'actions non cotées
- Acquisition nette d'actifs financiers hors actions
- Autres
- Besoin de financement (échelle de droite)



Source : Comptes de la zone euro.

Notes : Le financement par endettement comprend les prêts, les titres de créance et les provisions de fonds de pension. La catégorie « Autres » comprend les dérivés financiers, les autres comptes à payer/à recevoir et les ajustements. Les prêts intragroupe sont exprimés en base nette. Le besoin de financement correspond globalement au solde entre l'épargne brute et la formation brute de capital.

une hausse de la demande et la somme des pourcentages des banques faisant état d'un repli de la demande) a poursuivi son redressement au troisième trimestre 2014 (6 %, contre 4 % au trimestre précédent). Ce sont surtout les besoins de financement liés à la restructuration de la dette ainsi qu'aux fusions et acquisitions qui ont contribué positivement à la demande de prêts par les entreprises au troisième trimestre. La FBCF a une nouvelle fois contribué négativement à l'évolution affichée par la demande (cf. graphique 34). Les banques de la zone euro prévoient une nouvelle progression nette de la demande de prêts par les entreprises au quatrième trimestre 2014.

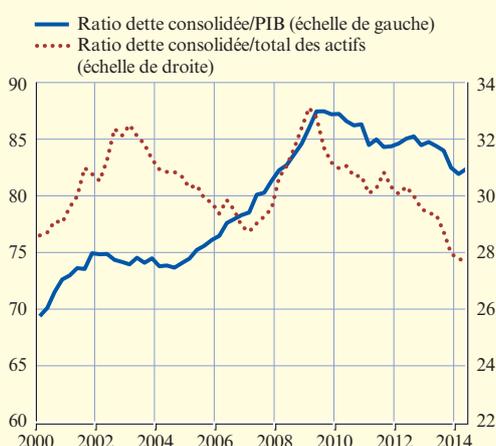
Le surplus de financement (ou la capacité de financement) des sociétés non financières, c'est-à-dire la différence entre les ressources internes (épargne brute) et leur FBCF rapportée à la valeur ajoutée qu'elles ont générée, a quelque peu baissé pour s'établir à 0,9 % au deuxième trimestre 2014, contre 1,0 % au trimestre précédent (cf. graphique 35). Ce recul du surplus de financement s'est surtout manifesté par un repli de l'acquisition nette d'actions.

SITUATION FINANCIÈRE

Sur la base de données provenant des comptes intégrés de la zone euro, le taux d'endettement des sociétés non financières rapporté au PIB est passé de 81,9 % au premier trimestre 2014 à 82,4 % au deuxième trimestre 2014. La tendance à la baisse graduelle observée ces dernières années s'est dès lors interrompue. Globalement, le rythme d'ajustement du bilan des sociétés non financières après les sommets affichés au plus fort de la crise financière a ainsi poursuivi son ralentissement, sous l'effet notamment de la faiblesse persistante de la reprise économique. Au deuxième trimestre 2014, le taux d'endettement rapporté au total des actifs s'est très légèrement tassé, de 27,8 % à 27,7 % (cf. graphique 36). En conséquence, la soutenabilité de la dette des sociétés non financières a continué de s'améliorer : les charges brutes d'intérêts – rapportées à l'excédent brut d'exploitation – sont retombées de 10,2 % au premier trimestre 2014 à 9,9 %. En termes nets, les charges d'intérêts des sociétés non financières sont donc revenues à 2,8 % au deuxième trimestre 2014, soit un niveau qui est inférieur de 0,1 point de pourcentage à celui relevé au trimestre précédent et d'un tiers environ au pic enregistré au dernier trimestre 2008 (cf. graphique 37).

Graphique 36 Ratios d'endettement des sociétés non financières

(en pourcentage)

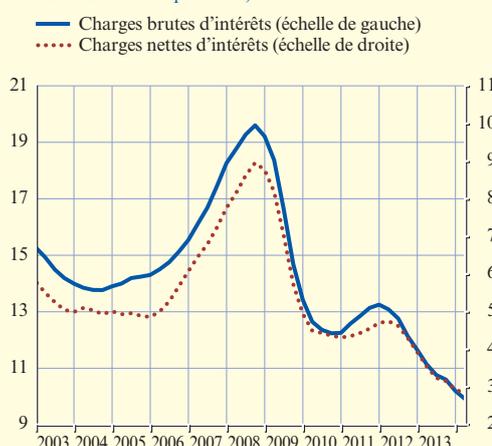


Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données concernant l'endettement sont tirées des comptes trimestriels européens par secteurs. Elles comprennent les prêts (hors prêts intragroupes), les titres de créance émis et les provisions de fonds de pension.

Graphique 37 Charges d'intérêts des sociétés non financières

(somme mobile sur quatre trimestres ; en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation)



Source : BCE.

Note : Les charges nettes d'intérêts correspondent à la différence entre les intérêts payés et les intérêts perçus par les sociétés non financières, rapportés à l'excédent brut d'exploitation.

2.7 FINANCEMENT ET SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES

Au troisième trimestre 2014, les conditions de financement des ménages de la zone euro se sont caractérisées par un repli des taux débiteurs bancaires, sur fond d'hétérogénéité persistante entre les pays et les instruments. Néanmoins les volumes des emprunts des ménages ont encore affiché une évolution atone, reflet de plusieurs facteurs. Parmi ceux-ci, l'on retrouve la morne dynamique du revenu disponible des ménages, des niveaux élevés de chômage, la faiblesse des marchés de l'immobilier résidentiel, la nécessité de corriger les excès du passé en matière d'accumulation de dette, ainsi que l'incertitude entourant les perspectives économiques. Des estimations relatives au troisième trimestre 2014 suggèrent toutefois que le taux de croissance annuelle de l'ensemble des prêts consentis aux ménages aurait affiché une hausse marginale au cours de ce trimestre, tandis que le ratio d'endettement des ménages par rapport à leur revenu disponible brut se serait stabilisé.

CONDITIONS DE FINANCEMENT

Les coûts de financement des ménages de la zone euro se sont réduits au troisième trimestre 2014, tout en continuant de varier en fonction de la catégorie et de la durée des prêts, ainsi que du pays d'origine. S'agissant des différentes composantes, les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement ont diminué par rapport aux niveaux enregistrés au deuxième trimestre (cf. graphique 38). En ce qui concerne la ventilation des coûts de financement hypothécaire par échéance, les taux d'intérêt des prêts à court et à moyen terme (c'est-à-dire les prêts assortis d'un taux flottant ou d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an, et les prêts dont la période de fixation du taux est comprise entre un et cinq ans) ont tous deux baissé de 5 points de base. Quant aux taux d'intérêt sur les prêts à long terme, c'est-à-dire les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux comprise entre cinq et dix ans et supérieure à dix ans, ils ont diminué de, respectivement, 10 et 4 points de base par rapport aux niveaux enregistrés au deuxième trimestre. De nouveaux reculs ont été observés en octobre 2014 pour l'ensemble des échéances.

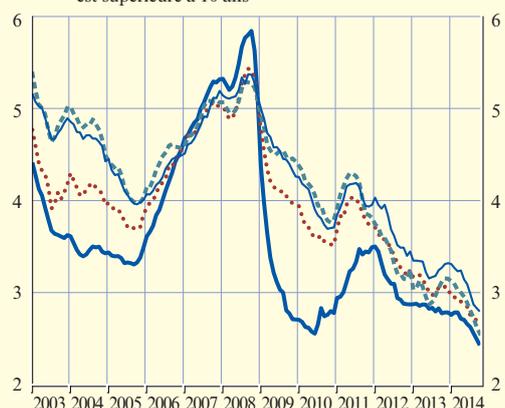
Pour ce qui est des nouveaux crédits à la consommation, les taux d'intérêt appliqués aux prêts à court terme (c'est-à-dire les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an), aux prêts à moyen terme (c'est-à-dire ceux dont la période de fixation initiale du taux est comprise entre un et cinq ans) et aux prêts à long terme (c'est-à-dire ceux dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans) se sont tous inscrits en baisse au troisième trimestre.

Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire d'octobre 2014, les banques de la zone euro ont fait état, au troisième trimestre, d'un assouplissement net des critères d'octroi de crédit appliqués aux prêts au logement pour les ménages (assouplissement net de -2 %, contre -4 % au trimestre précédent). Des pressions concurrentielles ont contribué à l'assouplissement net des critères d'octroi de crédit, tandis que la résurgence des inquiétudes liées au risque a exercé un léger effet inverse. L'enquête donne à penser que les critères d'octroi de crédit appliqués aux crédits à la consommation et aux autres prêts aux ménages ont également été assouplis

Graphique 38 Taux d'intérêt des IFM sur les prêts au logement consentis aux ménages

(en pourcentage annuel ; hors frais annexes ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

- Assortis d'un taux variable ou dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an
- Dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans
- Dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 5 ans et inférieure ou égale à 10 ans
- Dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 10 ans



Source : BCE.

en termes nets au troisième trimestre (-7% , contre -2% au trimestre précédent). Ce nouvel assouplissement net de ces deux types de prêts aux ménages au niveau de la zone euro a reflété la diminution des coûts de financement des banques, l'allègement de leurs contraintes bilancielles, ainsi que certaines pressions concurrentielles, tout en masquant une légère résurgence des inquiétudes liées au risque. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le troisième trimestre 2014* du *Bulletin mensuel* de novembre 2014.

FLUX DE FINANCEMENT

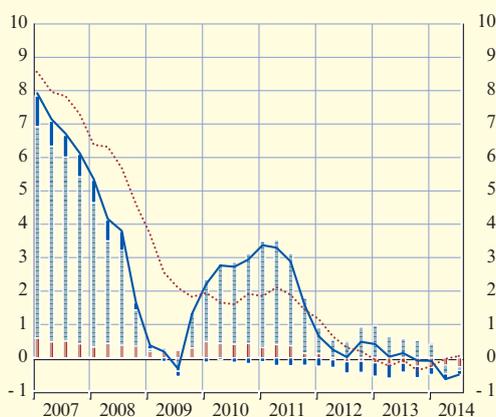
Après avoir atteint un plancher historique au trimestre précédent, le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts consentis aux ménages s'est avéré un peu moins négatif au troisième trimestre 2014, s'établissant à $-0,5\%$, contre $-0,6\%$ au deuxième trimestre. La modeste progression du taux de croissance annuel enregistrée durant ce trimestre est imputable à une contribution moins négative des prêts au logement consentis par les IFM (cf. graphique 39).

Le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts consentis par les IFM aux ménages (corrigé des cessions et des titrisations de prêts) a aussi augmenté marginalement: il est passé de $0,4\%$ au deuxième trimestre à $0,5\%$ au troisième, poursuivant ainsi la légère tendance haussière observée depuis le début de l'année. Il a ensuite encore progressé pour atteindre $0,6\%$ en octobre. Pour ce qui est de la ventilation des prêts des IFM par objet, le taux de croissance annuel des prêts au logement octroyés par les IFM (non corrigé des cessions et des titrisations de prêts) est devenu négatif, à $-0,1\%$

Graphique 39 Total des prêts accordés aux ménages

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage ; données de fin de trimestre)

- Prêts à la consommation accordés par les IFM
- Prêts au logement accordés par les IFM
- Autres prêts accordés par les IFM
- Total des prêts accordés par les IFM
- Total des prêts



Source : BCE.

Notes : Le total des prêts comprend les prêts accordés aux ménages par tous les secteurs institutionnels, y compris le reste du monde. Le total des prêts aux ménages au troisième trimestre 2014 a été estimé à partir des opérations recensées dans les statistiques monétaires et bancaires. Pour plus d'informations sur les différences de méthodes de calcul des taux de croissance entre les prêts accordés par les IFM et le total des prêts, cf. les notes techniques correspondantes. Les données relatives aux prêts des IFM ne sont pas corrigées des cessions ou de la titrisation.

Graphique 40 Placements financiers des ménages

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

- Numéraire et dépôts
- Titres de créance, hors dérivés financiers
- Actions et autres participations
- Provisions techniques d'assurance
- Autres ¹⁾
- Total des actifs financiers



Sources : BCE et Eurostat.

1) Comprend les prêts et les autres comptes à recevoir.

au troisième trimestre, contre 0,2 % au deuxième, avant de se replier à -0,2 % en octobre. Les crédits à la consommation ont encore baissé au troisième trimestre, quoiqu'à un rythme plus lent, leur taux de croissance annuel affichant -1,5 % au troisième trimestre, contre -2 % au deuxième. En octobre, ce taux est ressorti à 0,1 %. Le taux de croissance annuel des autres prêts, comprenant les prêts octroyés aux entreprises sans personnalité juridique, est devenu légèrement moins négatif, passant de -1,7 % au deuxième trimestre à -1,5 % au troisième, avant de retomber à -1,8 % en octobre.

La persistance de l'évolution atone des emprunts des ménages reflète un certain nombre de facteurs, parmi lesquels la morne dynamique du revenu disponible des ménages, les niveaux élevés de chômage, la faiblesse des marchés de l'immobilier résidentiel, la nécessité de corriger les excès du passé en matière d'accumulation de dette, de même que l'incertitude entourant les perspectives économiques. Concernant les évolutions à venir, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire suggère que les banques prévoient au quatrième trimestre une augmentation nette de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts.

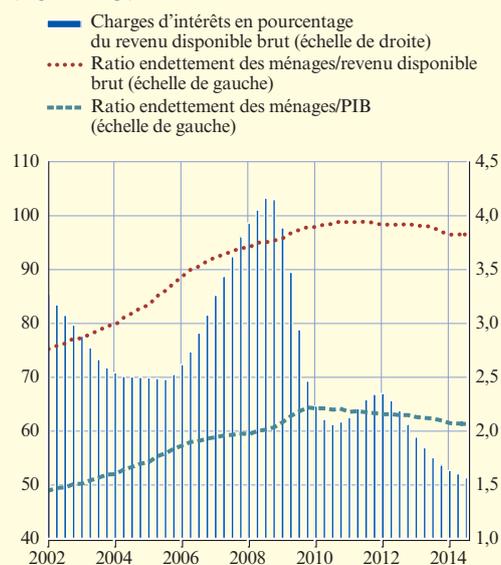
En ce qui concerne l'actif du bilan du secteur des ménages de la zone euro, le taux de croissance annuel de l'ensemble de leurs placements financiers est ressorti à 1,7 % au deuxième trimestre 2014, contre 1,6 % au trimestre précédent (cf. graphique 40). Ce mouvement est imputable à un moindre désinvestissement en titres de créance (à l'exclusion des dérivés financiers), dont le taux de croissance annuel a affiché -10 % au deuxième trimestre. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des placements en monnaie et dépôts est resté stable à 2,4 % au deuxième trimestre, alors que le taux de croissance annuel des parts d'OPC est revenu à 1,7 %, contre 2 % au trimestre précédent. Globalement, le processus de réduction du levier d'endettement actuellement en cours, les niveaux élevés de chômage, ainsi que la faiblesse du cycle conjoncturel (qui, tous, entravent la croissance du revenu disponible et contraignent les ménages à puiser dans leur épargne) sont les principaux facteurs à l'origine de la période prolongée de faible croissance observée pour les actifs financiers des ménages depuis mi-2010.

SITUATION FINANCIÈRE

L'endettement des ménages demeure à un niveau élevé dans la zone euro. En particulier, le ratio d'endettement des ménages par rapport à leur revenu disponible brut nominal s'est stabilisé à 96,5 % au deuxième trimestre 2014. Le ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB s'est, lui aussi, stabilisé à 61,4 % au deuxième trimestre. Entre-temps, les charges d'intérêts du secteur des ménages ont poursuivi leur repli, atteignant 1,6 % de leur revenu disponible total, soit la valeur la plus basse jamais enregistrée (cf. graphique 41). Des estimations afférentes au troisième trimestre 2014 indiquent que l'endettement des ménages est demeuré inchangé durant ce trimestre, tandis que les charges d'intérêts du secteur des ménages ont continué de baisser marginalement.

Graphique 41 Endettement des ménages et charges d'intérêts

(en pourcentage)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : L'endettement des ménages comprend le total des prêts accordés aux ménages par tous les secteurs institutionnels, y compris le reste du monde. Les charges d'intérêts n'incluent pas l'intégralité des coûts de financement supportés par les ménages, dans la mesure où sont exclues les commissions sur les services financiers. Les données pour le dernier trimestre ont été en partie estimées.

3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,3 % en novembre 2014, après 0,4 % en octobre. Par rapport au mois précédent, cette évolution reflète essentiellement une baisse annuelle plus prononcée des prix de l'énergie et une hausse annuelle légèrement plus faible des prix des services. Sur la base des informations disponibles mi-novembre, au moment où les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été finalisées, les prévisions de hausse annuelle de l'IPCH ressortaient à 0,5 % pour 2014, à 0,7 % pour 2015 et à 1,3 % pour 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE, elles ont été nettement révisées à la baisse, notamment pour 2015. Ces révisions reflètent principalement la diminution des cours du pétrole libellés en euros et l'incidence de la révision à la baisse des perspectives de croissance, mais n'intègrent pas encore la diminution des cours du pétrole observée ces dernières semaines après la date d'arrêt des projections.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme feront l'objet d'un suivi attentif, en particulier les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des variations des taux de change et des prix de l'énergie et la transmission des mesures de politique monétaire. Une vigilance particulière sera accordée à l'incidence accrue des évolutions récentes des cours du pétrole sur l'orientation à moyen terme de l'inflation dans la zone euro.

3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

La tendance au ralentissement de la hausse de l'IPCH dans la zone euro, qui s'est amorcée fin 2011, résulte essentiellement d'évolutions mondiales, comme celles des cours des matières premières et des taux de change, et s'est traduite principalement par une diminution des contributions apportées par la composante énergie de l'IPCH, ainsi que par la composante produits alimentaires. En 2014, les évolutions des cours des matières premières ont continué d'avoir une incidence baissière sur l'inflation, mais cet effet a été en partie atténué par la dépréciation du taux de change de l'euro. Dans le contexte actuel, le repli de l'inflation globale, associé à la diminution des cours des matières premières, devrait doper l'activité économique en accroissant le revenu disponible réel des ménages et des entreprises.

À l'inverse de l'inflation globale, l'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, est demeurée faible mais globalement stable en 2014. Toutefois, la

Tableau 9 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2012	2013	2014 Juin	2014 Juillet	2014 Août	2014 Sept.	2014 Oct.	2014 Nov.
IPCH et composantes ¹⁾								
Indice global	2,5	1,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
Énergie	7,6	0,6	0,1	- 1,0	- 2,0	- 2,3	- 2,0	- 2,5
Produits alimentaires	3,1	2,7	- 0,2	- 0,3	- 0,3	0,3	0,5	0,5
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	- 2,8	- 2,6	- 2,4	- 0,9	0,0	0,0
Produits alimentaires transformés	3,1	2,2	1,4	1,1	1,0	1,0	0,8	0,8
Produits manufacturés hors énergie	1,2	0,6	- 0,1	0,0	0,3	0,2	- 0,1	0,0
Services	1,8	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	1,2	1,1
Autres indicateurs de prix								
Prix à la production	2,8	- 0,2	- 0,9	- 1,3	- 1,4	- 1,4	- 1,3	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	86,6	81,7	82,3	79,9	77,6	76,4	69,5	64,1
Cours des matières premières hors énergie	- 5,2	- 8,0	- 4,2	- 4,8	- 4,2	- 4,6	- 2,7	.

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

1) La hausse de l'IPCH et de ses composantes en novembre 2014 est une estimation rapide d'Eurostat.

diminution des prix des matières premières et de l'énergie exerce généralement aussi des tensions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, la baisse des coûts des consommations intermédiaires étant répercutée tout au long de la chaîne des prix (cf. encadré 3).

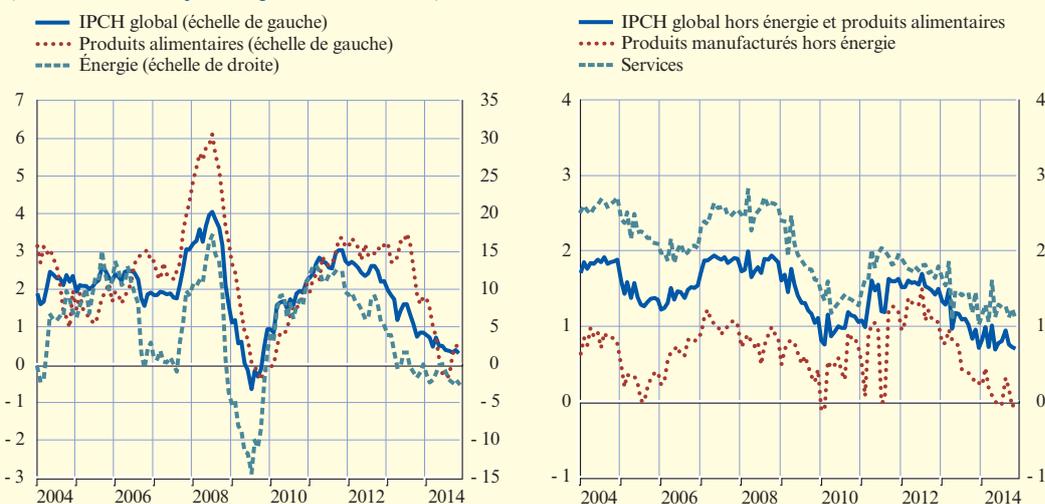
S'agissant des données les plus récentes, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH global s'est établie à 0,3 % en novembre 2014, après 0,4 % en octobre (cf. tableau 9). Dans le même temps, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est ressortie à 0,7 % en novembre, sans changement par rapport au mois précédent.

Un examen plus détaillé des résultats de l'estimation rapide d'Eurostat pour les principales composantes de l'IPCH en novembre montre que la baisse des prix de l'énergie s'est accentuée de 0,5 point de pourcentage pour s'établir à -2,5 % (cf. graphique 42). En 2014, la variation des prix de l'énergie a été négative presque tous les mois, sous l'effet principalement de la diminution des cours du pétrole en euros. Après avoir atteint un pic mi-juin, le cours du pétrole brut exprimé en euros a reculé de 25 % environ. La diminution des prix du gaz a également apporté une contribution négative à la variation des prix de l'énergie en 2014, reflétant notamment des facteurs liés aux conditions météorologiques et la quasi-saturation des infrastructures de stockage du gaz en Europe ¹.

Le rythme annuel de variation de l'ensemble de la composante produits alimentaires, qui inclut les prix des produits transformés et non transformés, s'est établi à 0,5 % en novembre, sans changement par rapport au mois précédent. Les prix des produits alimentaires sont demeurés faibles en 2014, en partie sous l'effet de facteurs liés aux conditions météorologiques. L'hiver ayant été relativement doux début 2014 par rapport à l'année précédente, les prix des produits alimentaires non transformés (principalement les fruits et légumes) ont reculé au cours du premier semestre. Depuis juin, toutefois, l'effet lié aux conditions météorologiques s'est dissipé,

Graphique 42 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat.

¹ Cf., également, l'encadré intitulé *Évolutions des prix à la consommation du gaz dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2014.

Encadré 3

LES EFFETS INDIRECTS DES ÉVOLUTIONS DES COURS DU PÉTROLE SUR L'INFLATION DANS LA ZONE EURO

Après avoir fortement augmenté entre début 2009 et 2011, les cours du pétrole ont oscillé autour d'un niveau globalement stable de 110 dollars le baril entre début 2012 et mi-2014. En raison de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, les cours du pétrole exprimés en euros se sont orientés à la baisse sur cette période. Depuis mi-2014 les prix du pétrole ont fortement reculé, pour ressortir à environ 70 dollars le baril fin novembre, le fléchissement du taux de change EUR/USD ayant atténué dans une certaine mesure l'incidence de cette baisse exprimée en euros (cf. graphique A).

Via la composante énergie de l'IPCH, l'évolution des cours du pétrole explique une part importante de la baisse de l'inflation globale mesurée par l'IPCH depuis fin 2011¹. Initialement, cette situation reflétait des effets de base, l'incidence haussière des précédentes augmentations des cours du pétrole n'étant plus prise en compte dans la comparaison annuelle.

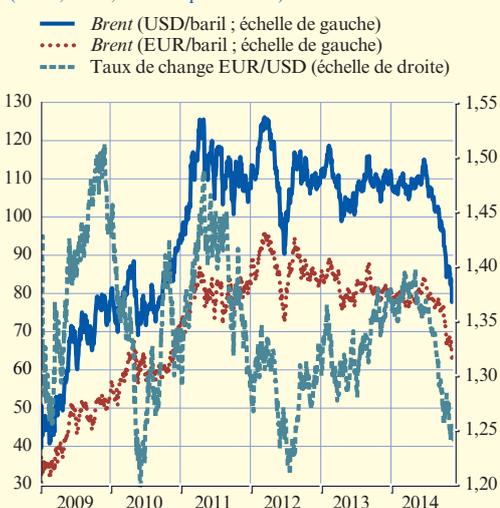
Elle traduisait ainsi le recul graduel des cours du pétrole exprimés en euros. Toutefois, les évolutions des prix du pétrole ont probablement également eu des effets plus larges sur les composantes hors énergie de l'IPCH. Cet encadré présente les effets indirects des évolutions des cours du pétrole sur l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

La notion d'effets indirects

Contrairement aux effets directs des variations des cours du pétrole sur l'inflation mesurée par l'IPCH, qui s'exercent par le biais des prix à la consommation de l'énergie, les effets indirects se rapportent à l'incidence que ces variations exercent *via* les coûts de production. Ces effets indirects apparaissent assez clairement dans le cas de certains services de transports, comme les transports aériens, pour lesquels les carburants constituent un facteur de coût majeur. Ces effets sont toutefois également susceptibles de se faire sentir pour des biens de consommation et des services dont la production est relativement intensive en pétrole et, plus généralement intensive en énergie, tels que certains produits pharmaceutiques et certains matériaux utilisés pour la réparation et l'entretien des logements. De plus, compte tenu de l'importance du rôle joué par les importations en tant que biens intermédiaires dans le processus de production domestique ou en tant que biens de consommation finale, les variations des cours du pétrole peuvent également exercer des effets indirects sur l'inflation dans la zone euro s'ils entraînent des modifications des prix à la production dans les économies des partenaires commerciaux.

Graphique A Évolution des cours du pétrole et du taux de change EUR/USD

(EUR ; USD ; données quotidiennes)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

¹ Pour une analyse plus détaillée, cf. l'encadré intitulé *Le rôle des facteurs mondiaux dans les évolutions récentes de l'inflation dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juin 2014.

Le graphique B montre la forte corrélation observée entre les prix du pétrole et les prix à la production. Les prix à la production des partenaires commerciaux de la zone euro, qui déterminent les prix à l'importation dans la zone, et ceux des producteurs de la zone euro pour l'économie domestique tendent à suivre les évolutions des cours du pétrole avec un léger décalage.

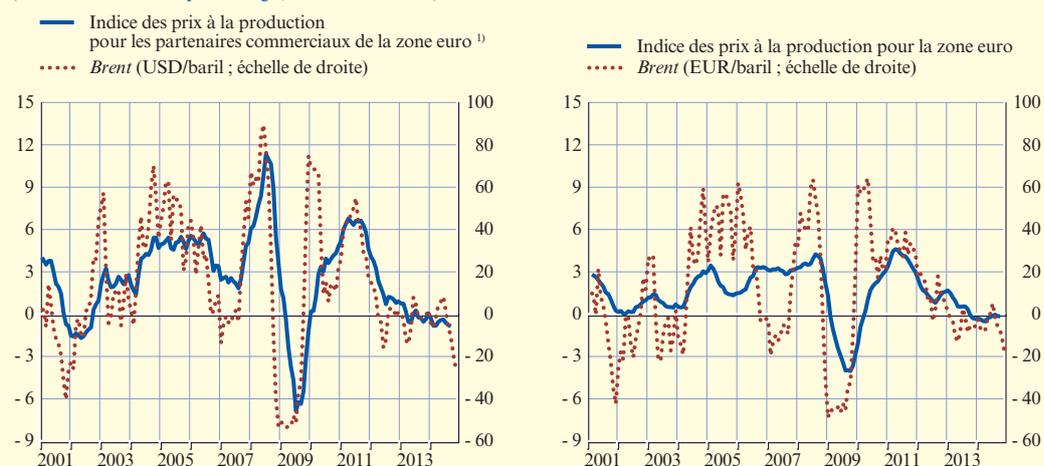
Évaluer le rôle quantitatif des effets indirects

De par leur nature même, les effets indirects exercés sur la hausse des prix à la consommation sont difficiles à mettre en évidence dans les données et leur quantification est empreinte d'incertitude. Cette situation tient à leur caractère prolongé et au fait que le coût du pétrole ou des consommations intermédiaires liées au pétrole ne constitue qu'un des facteurs sur lesquels les entreprises fondent leurs décisions de formation des prix et que d'autres aspects, tels que les considérations stratégiques vis-à-vis des concurrents ou la position de l'économie dans le cycle conjoncturel, peuvent jouer un rôle. L'incertitude est également accentuée par la possibilité que les effets indirects des prix du pétrole puissent être estompés par des facteurs compensatoires ou facteurs d'amélioration, tels que les évolutions des taux de change ou de la croissance économique mondiale.

Selon une étude conduite en 2010 par les services de l'Eurosystème et fondée sur des modèles macroéconomiques, à leur niveau actuel, soit quelque 60-80 dollars le baril, environ deux tiers de l'incidence qu'exercent les cours du pétrole sur la hausse des prix à la consommation découleraient d'effets directs sur le renchérissement de l'énergie mesuré par l'IPCH, tandis qu'un tiers environ proviendrait d'effets sur la hausse de l'IPCH hors énergie². Plus précisément,

Graphique B Évolution des cours du pétrole et des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Bloomberg, Eurostat, OCDE et calculs de la BCE.

1) Tel qu'il ressort du taux de change effectif réel de l'euro (taux de change nominal vis-à-vis des vingt partenaires commerciaux déflaté des prix à la production relatifs).

2) Cf. l'article intitulé *Prix du pétrole : leurs déterminants et leur incidence sur l'inflation et la macroéconomie de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'août 2010. Compte tenu du rôle important joué par les droits d'accise dans la hausse des prix de l'énergie, l'incidence d'une variation donnée des cours du pétrole sur l'inflation au titre de la composante énergie est d'autant plus importante si les prix du pétrole augmentent. Des prix du pétrole plus (moins) élevés tendent donc à entraîner une hausse (baisse) de l'importance relative des effets directs au sein de l'incidence globale. Trois approches complémentaires sont utilisées pour estimer l'incidence des effets indirects et de second tour : (1) l'analyse du tableau entrées-sorties, (2) un modèle vectoriel autorégressif (VAR) structurel et (3) des modèles macroéconomiques utilisés par l'Eurosystème. En pratique, il est difficile de distinguer les effets indirects des effets de second tour, mais l'incidence des effets de second tour semble s'être atténuée au fil du temps, reflétant très probablement des modifications du processus de fixation des salaires (indexation des salaires moins automatique) et l'ancrage des anticipations d'inflation par le biais de la politique monétaire.

d'après les estimations, une variation de 10 % des prix du pétrole devrait donner lieu à un effet de 0,4 point de pourcentage *via* des effets directs sur la composante énergie, évolution qui devrait intervenir assez rapidement pour l'essentiel, et un effet de 0,2 point de pourcentage environ *via* les autres composantes de l'IPCH sur une période pouvant atteindre trois ans.

Dans ce contexte, un exercice contrefactuel sur la base de ces élasticités semble indiquer que les cours du pétrole expliquent quelque 0,6 point de pourcentage du recul de 0,9 point de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires depuis fin 2011 (cf. graphique C). Cette situation reflète essentiellement la dissipation de l'incidence haussière associée jusque-là à l'augmentation des cours du pétrole.

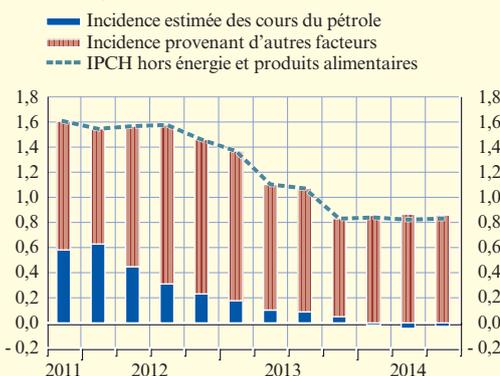
Dans cet exercice, l'incidence étant estimée sur la base de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, les effets directs sur la composante énergie ne sont pas pris en compte.

Si l'on se fonde davantage sur les données pour évaluer la présence d'effets indirects, on mettra l'accent sur les rubriques de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires qui sont plus susceptibles d'être affectées par les évolutions des cours du pétrole. Au sein de l'ensemble des rubriques disponibles, la sélection est effectuée au moyen de régressions simples des variations trimestrielles de la rubrique individuelle de l'IPCH en termes autorégressifs et des décalages pertinents des variations des cours du pétrole. Le graphique D montre l'évolution de l'IPCH agrégé comprenant les rubriques pour lesquelles des effets décalés importants des cours du pétrole ont été mis en évidence³. Ces rubriques ont une pondération d'environ 10 % dans l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Toutefois, compte tenu de leur amplitude plus large, elles ont contribué à hauteur de quelque 25 % au recul de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires au cours des deux dernières années.

Au total, outre les effets baissiers directs immédiatement perceptibles et relativement importants exercés par le récent recul des cours du pétrole sur la composante énergie de

Graphique C Estimation de l'incidence des évolutions des cours du pétrole sur l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie

(variations annuelles en pourcentage et contributions ; données trimestrielles)



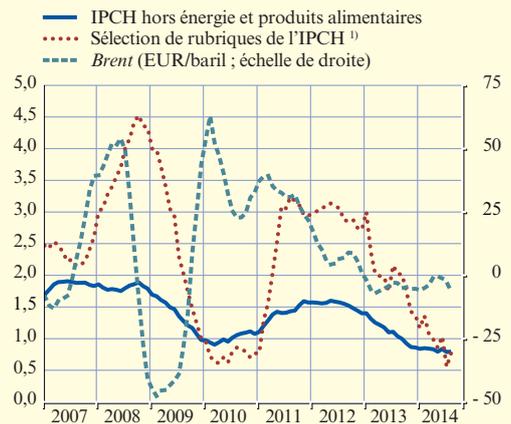
Source : Calculs de la BCE sur la base des modèles macroéconomiques de l'Eurosystème – cf. note de bas de page 2.

3 Parmi la composante produits manufacturés hors énergie, cette sélection de rubriques comprend (1) les articles de ménage non durables (056100), (2) les produits pour l'entretien et la réparation courante du logement (043100), (3) les animaux d'agrément, y compris services vétérinaires et autres services (0934_5), (4) les pièces détachées et accessoires pour véhicules personnels (072100) et (5) les tissus d'habillement (031100). S'agissant de la composante des services, elles incluent essentiellement les services de transport, notamment (1) les autres achats de services de transport (073600), (2) les transports routiers de voyageurs (073200), (3) les autres services liés au logement (044400), (4) les transports maritimes et fluviaux de voyageurs (073400), (5) les transports aériens de voyageurs (073300) et (6) les voyages touristiques tout compris (096000). Ces rubriques ont été retenues sur la base de leur relation avec les variations des cours du pétrole. Un modèle autorégressif à retards échelonnés relativement simple (et partiel) a été estimé pour chacune des 93 sous-composantes de l'IPCH détaillé dans chacun des pays de la zone euro c sur la période d'échantillonnage allant de 2000 à 2014, $IPCH_{i,t}^{ann} = f(IPCH_{i,t-1}^{ann}, Pétrole_{t-1}^{ann}, Pétrole_{t-2}^{ann})$, où l'IPCH représente le taux de variation trimestriel de la composante IPCH en données ajustées des variations saisonnières i dans un pays c à un moment t et Pétrole représente le taux de variation trimestriel des cours du pétrole (exprimés en euros) au moment t. En raison des corrélations entre les cours des matières premières, il est possible que cette méthodologie rende également compte de l'incidence des prix d'autres matières premières telles que les produits alimentaires et les matières premières industrielles.

l'IPCH, on peut raisonnablement s'attendre également à des incidences baissières sur les autres composantes de l'IPCH par le biais d'effets indirects. De manière générale, l'ampleur exacte et le moment précis où interviendront ces effets sont incertains. Comme pour les effets directs, cependant, les effets indirects s'exerçant sur le taux de variation annuel des prix devraient, en principe, se révéler temporaires et être liés à la période d'ajustement à la variation des cours du pétrole. Ils ne devraient donc pas exercer d'influence durable sur l'inflation. Il est néanmoins important que de telles évolutions temporaires n'alimentent pas les anticipations d'inflation à long terme et n'exercent pas une incidence prolongée sur le comportement de fixation des prix et des salaires au travers d'effets de second tour.

Graphique D Évolution des cours du pétrole, de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie et d'une sélection de composantes de l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Ces composantes de l'IPCH sont très sensibles aux variations des cours du pétrole. Cf. note de bas de page 3 pour une explication plus détaillée.

les taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés augmentant progressivement pour passer d'un point bas de - 2,8 % en juin à une valeur aux alentours de zéro en novembre. La hausse des prix des produits alimentaires transformés s'est également ralentie en 2014 pour s'établir à 0,8 % en novembre. Une grande partie de la baisse pourrait refléter la chute des cours internationaux des matières premières et des prix agricoles à la production en Europe.

Au total, la hausse des deux composantes résiduelles de l'IPCH, les produits manufacturés hors énergie et les services, est demeurée faible mais globalement stable en 2014. La hausse modérée des prix des produits manufacturés hors énergie et des services reflète la relative atonie de la demande des consommateurs, la faible capacité des entreprises à imposer leurs prix, les évolutions modestes des salaires et les effets décalés de l'appréciation de l'euro jusqu'en mai. Selon les données les plus récentes, la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie s'est un peu accentuée à 0,0 % en novembre, tandis que celle des services s'est légèrement ralentie à 1,1 %. La variation mensuelle des taux de croissance annuels de ces deux composantes peut s'expliquer par des effets de saisonnalité, comme le calendrier des soldes dans le cas de l'habillement ou le passage des destinations d'été aux destinations d'hiver dans le cas des voyages organisés.

3.2 PRIX À LA PRODUCTION

Les tensions sur les prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie se sont stabilisées à un niveau modéré en 2014, reflétant l'atonie de la demande et des évolutions contenues des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie. La composante biens de consommation non alimentaires de l'indice des prix à la production constitue un indicateur avancé relativement satisfaisant de la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie.

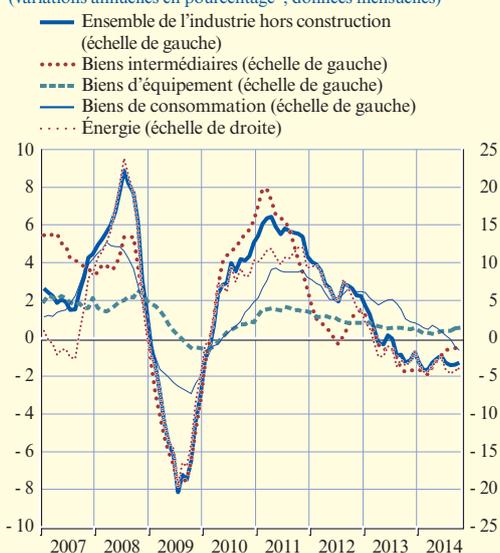
Depuis début 2013, le taux de variation annuel de cette composante a oscillé autour de niveaux tout juste positifs. Les prix à la production des biens intermédiaires, ainsi que les cours en euros du pétrole brut et des autres matières premières, indiquent des évolutions analogues de faible amplitude en amont de la chaîne des prix à la production. Si les évolutions historiques continuent de se vérifier, la stabilisation de la hausse des prix à la production en 2014 laisserait présager une stabilité, voire une légère augmentation des prix des produits manufacturés hors énergie. Les données les plus récentes montrent qu'en octobre la variation des prix à la production dans l'industrie hors construction est demeurée négative (-1,3 %, après -1,4 % en septembre), tandis que la variation annuelle des prix à la production des biens de consommation non alimentaires est demeurée inchangée à 0,2 % (cf. tableau 9 et graphique 43).

À l'inverse des évolutions des prix des biens de consommation non alimentaires, les tensions sur les prix des consommations alimentaires se sont légèrement atténuées en 2014. En aval de la chaîne des prix, le rythme annuel de variation des prix à la production des biens de consommation alimentaires s'est progressivement ralenti pour devenir négatif depuis juillet. En amont, l'information sur les tensions est relativement contrastée. D'une part, le taux de variation annuel des prix agricoles à la production dans la zone euro a continué de reculer (enregistrant un taux de croissance annuel négatif de 9,6 % en octobre), tandis que d'autre part, les cours internationaux des matières premières alimentaires exprimés en euros sont repartis à la hausse ces derniers mois.

D'un point de vue sectoriel, les résultats d'enquêtes confirment également l'existence de tensions modérées. Selon l'indice des directeurs d'achat, les indices des prix des consommations intermédiaires dans le secteur manufacturier et dans celui des services ont fléchi progressivement en 2014, tandis que les indices des prix de vente ont globalement peu évolué (cf. graphique 44). Les quatre indices se situent en dessous de leur moyenne de long terme et, à l'exception de l'indice des prix des

Graphique 43 Ventilation des prix à la production

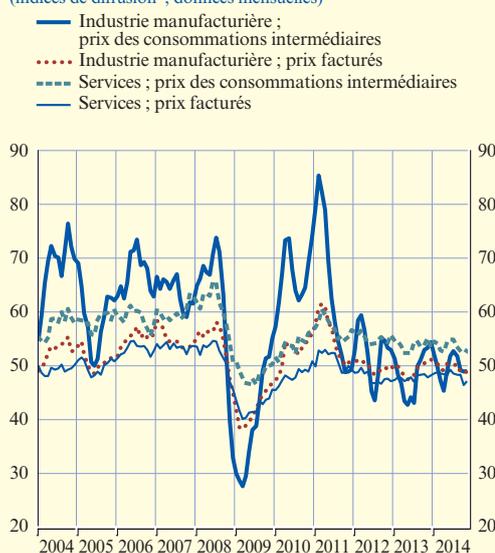
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 44 Enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production

(indices de diffusion ; données mensuelles)



Source : Markit.

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

consommations intermédiaires dans les services, sont légèrement inférieurs au seuil de 50, qui indique une augmentation des prix. Selon l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, les anticipations relatives aux prix de vente pour l'ensemble de l'industrie (hors construction) et pour le secteur des services continuent elles aussi de fluctuer autour de niveaux inférieurs à leurs moyennes de long terme. Par conséquent, les données d'enquêtes récentes ne laissent augurer d'aucune modification importante des perspectives d'inflation faible au cours des prochains mois.

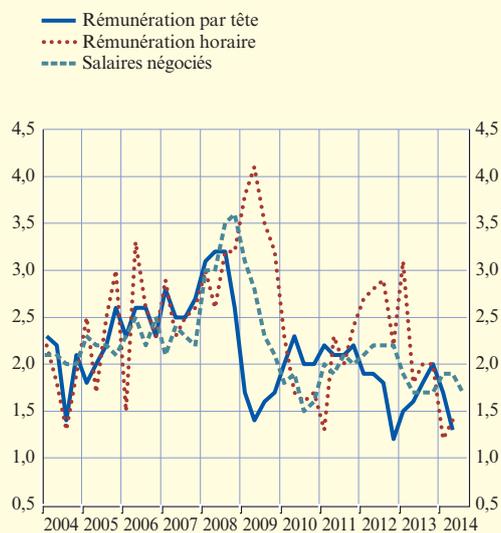
3.3 INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

Les évolutions des coûts de main-d'œuvre se sont légèrement atténuées en 2014 par rapport aux deux années précédentes, durant lesquelles les tensions salariales ont été relativement stables mais faibles (cf. tableau 10 et graphique 45). Le profil d'évolution de la hausse des salaires à l'échelle de la zone euro continue de masquer d'importantes divergences d'un pays à l'autre. Dans certains pays, les tensions globalement faibles sur les coûts provenant des salaires ne reflètent pas seulement l'atonie de la demande de travail, mais aussi l'incidence des réformes structurelles visant à supprimer les rigidités afin de stimuler la compétitivité.

Entre le premier trimestre 2012 et le premier trimestre 2014, le taux annuel de variation de la rémunération par tête a oscillé dans une fourchette étroite proche de 2 % (excepté au quatrième trimestre 2012, où les salaires du secteur public ont été réduits dans plusieurs pays dans le cadre de mesures d'assainissement budgétaire). Au deuxième trimestre 2014, le taux annuel de variation de la rémunération par tête a légèrement ralenti, à 1,3 % après 1,7 % au trimestre précédent, principalement en raison d'une moindre contribution du secteur industriel y compris la construction (cf. graphique 46). La hausse des salaires, mesurée par la rémunération horaire, s'est accentuée, ressortant à 1,4 % au deuxième trimestre 2014, contre 1,2 % le trimestre précédent. La divergence entre ces deux indicateurs reflète une diminution du taux

Graphique 45 Sélection d'indicateurs de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



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

Tableau 10 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

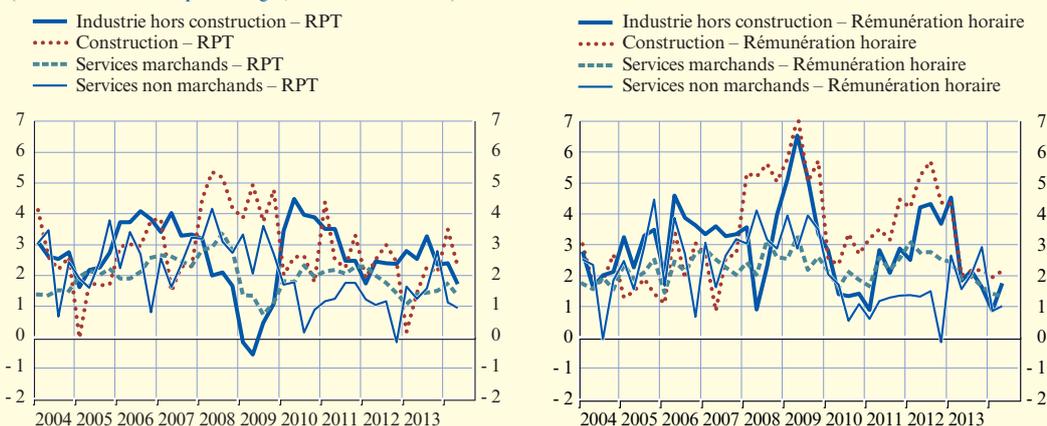
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

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

Graphique 46 Évolutions des coûts de main-d'œuvre dans les principaux secteurs

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



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

Notes : RPT : rémunération par tête.

Les services non marchands recouvrent les activités des administrations publiques et des institutions sans but lucratif dans des domaines tels que l'administration publique, l'éducation ou la santé (approximés par la somme des sections O à Q de la ventilation NACE Révision 2). Les services marchands correspondent à la différence par rapport au total des services (sections G à U de la ventilation NACE Révision 2).

de croissance annuel du nombre d'heures travaillées par personne occupée. Les salaires négociés dans la zone euro ont progressé à un rythme annuel de 1,9 % au deuxième trimestre et de 1,7 % au troisième trimestre. La plus forte croissance annuelle des salaires négociés par rapport à celle de la rémunération par tête traduit une dérive salariale négative dans la zone euro à ce stade de l'année 2014.

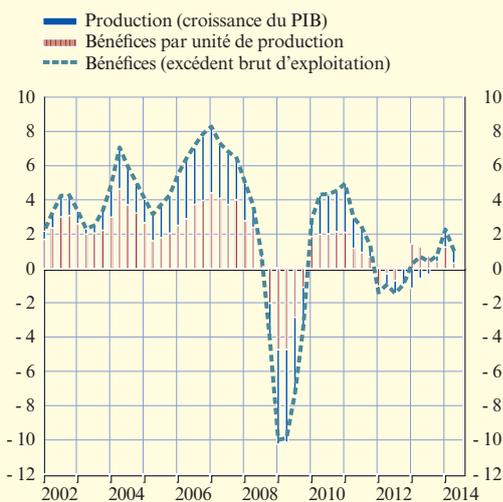
Jusqu'à mi-2014 la variation annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre a suivi une tendance baissière, essentiellement en raison d'un redressement de la productivité du travail et d'un ralentissement de la hausse des salaires. Les données les plus récentes montrent que le taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre a légèrement progressé, à 0,9 % au deuxième trimestre 2014, la plus faible croissance de la productivité ayant plus que contrebalancé une nouvelle modération de la hausse des salaires.

3.4 ÉVOLUTION DES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES

En ligne avec le ralentissement de l'activité économique, le modeste redressement des bénéfices (mesurés par l'excédent brut d'exploitation) observé depuis début 2013 s'est nettement ralenti au deuxième trimestre 2014, la croissance annuelle s'inscrivant à 1,1 % après 2,3 % au trimestre précédent (cf. graphique 47). Ce ralentissement reflète à la fois une moindre croissance du PIB en volume et une réduction encore plus marquée du taux de croissance des profits par unité de production. D'un point de vue sectoriel, il reflète une moindre croissance des bénéfices tant dans le secteur industriel que dans celui des services marchands. Dans le secteur industriel, plus sensible aux évolutions conjoncturelles, le taux de variation annuel est même devenu négatif. La modération de la croissance de la valeur ajoutée, et en particulier la contraction des profits par unité de production résultant de l'atonie de l'environnement économique, a entraîné un recul des bénéfices en rythme annuel dans le secteur industriel, à 0,7 % au deuxième trimestre après 1,1 % au premier trimestre (cf. graphique 48). Dans le secteur des services marchands, où les bénéfices s'étaient redressés plus nettement que dans le secteur industriel au cours des deux dernières années, la progression des bénéfices s'est ralentie au deuxième trimestre 2014, revenant à 1,3 % après 2,0 % environ au trimestre précédent.

Graphique 47 Ventilation de la croissance des bénéfices dans la zone euro entre production et bénéfices par unité de production

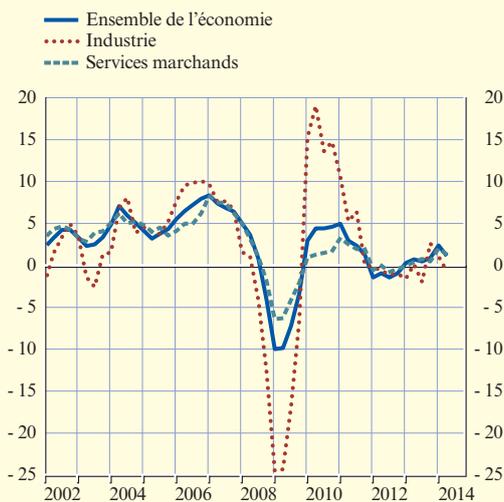
(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 48 Évolutions des bénéfices dans la zone euro par principale branche d'activité

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3.5 PRÉVISIONS D'INFLATION

Au stade actuel, on constate que les taux d'inflation sont restés faibles sur une période prolongée. Sur la base des informations disponibles mi-novembre, au moment où les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été finalisées, la progression annuelle de l'IPCH devait s'établir à 0,5 % en 2014 et 0,7 % en 2015. Une légère remontée à 1,3 % était prévue en 2016, reflétant une nouvelle reprise de l'activité.

S'agissant des principales composantes de l'IPCH, les perspectives figurant dans les projections correspondaient à une hausse des prix de l'énergie toujours fermement ancrée en territoire négatif durant les trois premiers trimestres de 2015, dans le sillage des fortes baisses des cours du pétrole observées ces derniers mois. Compte tenu de la pente supposée légèrement ascendante de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole, la variation des prix de l'énergie devrait redevenir légèrement positive dans un an au plus tard, lorsque la baisse récente des cours pétroliers n'entrera plus dans le calcul du taux annuel.

Après des chocs favorables sur l'offre de produits alimentaires en 2014, ayant eu un effet modérateur sur les prix, la hausse des prix des produits alimentaires non transformés devrait se renforcer au premier semestre 2015 et se stabiliser autour de sa moyenne de long terme au deuxième semestre de l'année. En prenant pour hypothèse une normalisation de l'offre de produits alimentaires non transformés, des effets de base haussiers devraient continuer d'entretenir la tendance à la hausse des taux de variation annuels observée ces derniers mois.

L'augmentation des prix des produits alimentaires transformés devrait encore s'atténuer au cours des prochains mois, en raison de la répercussion des récentes baisses des prix agricoles à la production en Europe. Dans l'hypothèse d'un renchérissement des prix des matières premières et d'effets de base haussiers, elle devrait se renforcer progressivement en 2015.

La hausse des prix des produits manufacturés hors énergie devrait rester modérée au cours des prochains mois, puis s'accroître progressivement à partir du deuxième trimestre 2015, soutenue par les répercussions de la dépréciation de l'euro et par l'amélioration de la demande des consommateurs dans plusieurs pays. Le taux de variation annuel moyen en 2015 devrait être légèrement inférieur à sa moyenne de long terme de 0,7 %.

La hausse des prix des services devrait se maintenir à de faibles niveaux, avant de s'accroître vers fin 2015. Cette anticipation reflète le renforcement attendu de la hausse des salaires, conjugué à une reprise progressive de l'activité économique.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme feront l'objet d'un suivi attentif, en particulier les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des variations des taux de change et des prix de l'énergie et la transmission des mesures de politique monétaire. En raison du nouveau repli des cours du pétrole observé ces dernières semaines, la progression annuelle de l'IPCH pourrait de nouveau se ralentir au cours des prochains mois. Une vigilance particulière sera exercée sur l'incidence plus large des évolutions récentes des cours du pétrole sur l'orientation à moyen terme de l'inflation dans la zone euro.

4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 % en variation trimestrielle au troisième trimestre de l'année. Cette évolution est conforme aux indications précédentes d'un ralentissement de la dynamique de croissance en zone euro, entraînant une révision à la baisse des perspectives de croissance du PIB en volume de la zone dans les prévisions les plus récentes. Les dernières données et les résultats d'enquêtes allant jusqu'en novembre confirment ce scénario d'un profil de croissance plus faible pour la période à venir. Dans le même temps, les perspectives d'une reprise économique modérée se maintiennent. D'une part, la demande intérieure devrait être soutenue par les mesures de politique monétaire, l'amélioration en cours des conditions de financement, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, ainsi que par la baisse importante des prix de l'énergie, celle-ci soutenant le revenu réel disponible. De plus, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial. D'autre part, la reprise pourrait continuer d'être freinée par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé.

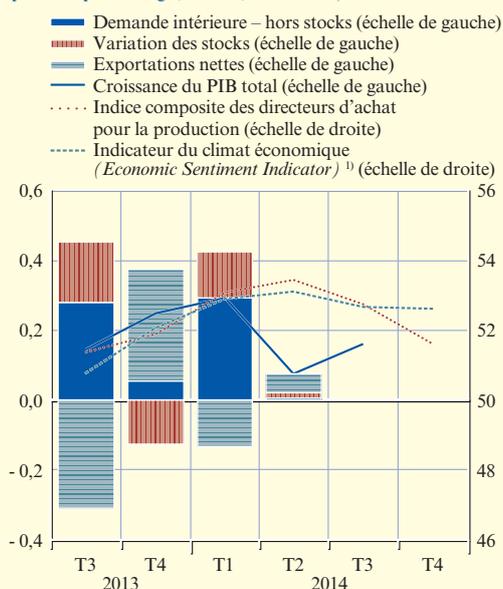
Ces éléments sont reflétés dans les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 0,8 % en 2014, de 1,0 % en 2015 et de 1,5 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2014 réalisées par les services de la BCE, les projections de croissance du PIB en volume ont été considérablement révisées à la baisse. Les projections établies tant pour la demande intérieure que pour les exportations nettes ont été révisées à la baisse. Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro sont orientés à la baisse.

4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB en volume a progressé de 0,2 % en variation trimestrielle au troisième trimestre 2014 (cf. graphique 49), soit le sixième trimestre consécutif de croissance positive, quoique modérée. Au troisième trimestre, la production a progressé dans la plupart des principaux pays de la zone euro. Même si aucune ventilation des dépenses n'était disponible au moment de la date d'arrêté du présent *Bulletin mensuel*, les données par pays et les indicateurs à court terme disponibles semblent indiquer que la consommation privée s'est encore renforcée et a contribué de façon positive à la croissance, tandis que l'investissement a diminué, apportant ainsi une contribution négative. Les échanges commerciaux ont apporté, en termes nets, une contribution globalement neutre ou légèrement positive à la croissance, les exportations ayant sans doute bénéficié du redressement des échanges mondiaux ainsi que de la dépréciation du taux de change de l'euro. En termes de valeur ajoutée, il semble qu'une contribution positive du secteur des services ait été partiellement contrebalancée par une contribution négative du secteur industriel comprenant la construction.

Graphique 49 Croissance du PIB en volume et contributions à son évolution, indice composite des directeurs d'achat relatif à la production et climat économique

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



Sources : Eurostat, Markit, enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs et calculs de la BCE. Note : La dernière observation pour la croissance du PIB total se rapporte à l'estimation rapide d'Eurostat.

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

La croissance de la production s'est accélérée au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, mais elle a reflété, dans une certaine mesure, des facteurs temporaires et techniques liés au calendrier tardif des vacances scolaires dans certains pays européens, qui ont eu un effet modérateur sur la croissance. Les tensions géopolitiques, liées notamment à la situation en Ukraine et en Russie, ont également constitué un frein à la croissance. L'activité a été directement affectée par des annulations de commandes et par un effet de contagion provenant de la baisse de la confiance et de la hausse de l'incertitude.

Les résultats d'enquêtes réalisées en octobre et en novembre ont fait apparaître des évolutions relativement contrastées. Tandis que l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) de la Commission européenne s'établissait, en moyenne, à un niveau comparable à celui du troisième trimestre, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production diminuait par rapport au trimestre précédent. Toutefois, les niveaux de ces deux indicateurs demeurent compatibles avec une croissance positive, quoique modeste, pour le dernier trimestre de cette année. La croissance devrait être soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire et par les progrès réalisés jusqu'à présent en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. Par ailleurs, la baisse des prix des matières premières et la dépréciation du taux de change de l'euro devraient également apporter un soutien à la croissance *via* l'accroissement du revenu disponible et la hausse de la demande à l'exportation. Cependant, la reprise pourrait continuer d'être freinée par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé (cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de décembre 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosysteme*).

CONSOMMATION PRIVÉE

La consommation privée a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, poursuivant ainsi le profil de croissance modérée amorcé au deuxième trimestre 2013. Cette hausse reflète une progression des achats de biens de consommation courante et de voitures particulières. Dans le même temps, les achats de services ont apporté une contribution globalement neutre aux dépenses de consommation. Les évolutions récentes des indicateurs à court terme et des enquêtes sont compatibles, dans l'ensemble, avec la poursuite d'une croissance positive des dépenses des ménages au second semestre de cette année.

Si l'on se place dans une perspective légèrement plus longue, le renforcement de la dynamique sous-jacente de la consommation privée, amorcé au deuxième trimestre 2013, a reflété dans une large mesure les évolutions du revenu réel disponible. Le revenu global, dont l'évolution a été freinée de manière prolongée par le recul de l'emploi, a de plus en plus bénéficié de la stabilisation et de la légère amélioration sur les marchés du travail, ainsi que d'une modération de l'effet négatif exercé par le resserrement budgétaire. En outre, les revenus réels ont été soutenus par la faible inflation, celle-ci reflétant largement la baisse des prix de l'énergie. Plus récemment, cependant, la croissance du revenu disponible nominal annuel des ménages s'est ralentie, revenant de 2,5 % au quatrième trimestre 2013 à 0,8 % au deuxième trimestre de cette année. Ce recul peut largement s'expliquer par la baisse de la contribution des travailleurs indépendants à la croissance des revenus. La baisse des transferts nets, qui traduit en partie le fonctionnement des régimes fiscaux et des systèmes de prestations sociales, a également contribué au ralentissement de la croissance des revenus. Dans un contexte de faible dynamique des prix, la croissance des revenus réels a été stable au deuxième trimestre de cette année par rapport au niveau observé un an auparavant, en baisse de 0,3 point de pourcentage par rapport au trimestre précédent et de 1,6 % par rapport au quatrième trimestre 2013. La croissance de la consommation nominale s'étant encore accentuée et ayant dépassé celle du revenu, le taux d'épargne des ménages a baissé de 0,2 point de pourcentage au deuxième trimestre, s'établissant à 12,9 %, et continuant ainsi de fluctuer autour d'un faible niveau.

S'agissant de la dynamique à court terme des dépenses de consommation, les données solides aussi bien que celles ressortant d'estimations indiquent, dans l'ensemble, la poursuite d'une croissance au troisième trimestre, les perspectives pour le quatrième trimestre étant plus contrastées. Bien que les ventes au détail aient légèrement progressé, de 0,1 % en glissement trimestriel au troisième trimestre et de 0,4 % en glissement mensuel en octobre, elles sont néanmoins ressorties, ce même mois, 0,1 % en dessous des résultats du troisième trimestre. Même si l'indice des directeurs d'achat pour les ventes au détail a également progressé entre septembre et octobre, il est resté inférieur au seuil de croissance de 50. Dans le même temps, l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur du commerce de détail était légèrement supérieur à sa moyenne de long terme en octobre et en novembre, à un niveau plus ou moins comparable à celui du trimestre précédent. De plus, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont augmenté de près de 0,4 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre et ont continué de progresser, en rythme mensuel, en octobre, pour ressortir plus de 2 % au-dessus

du niveau moyen du troisième trimestre, signe d'un bon départ au quatrième trimestre. Enfin, l'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro, qui fournit une indication assez fiable des évolutions tendanciennes des dépenses des ménages, a diminué entre octobre et novembre, reprenant ainsi la tendance baissière amorcée en mai de cette année (cf. graphique 50). Cette baisse de la confiance des consommateurs, observée depuis six mois, reflète l'évaluation des ménages quant aux perspectives de chômage et à la situation économique générale. Les évaluations relatives à la situation financière et à l'épargne future ne se sont que légèrement détériorées. Les évolutions ont été relativement contrastées selon les pays, mais l'ensemble des principaux pays de la zone euro ont fait état d'un certain recul de la confiance des consommateurs par rapport au mois de mai de cette année.

INVESTISSEMENT

La croissance de la FBCF s'est interrompue au deuxième trimestre 2014, après quatre trimestres consécutifs de hausse. Par conséquent, le ratio de l'investissement réel total rapporté au PIB est revenu à son niveau le plus faible enregistré depuis le début de la crise (cf. également l'encadré 4). En glissement trimestriel, l'investissement total a reculé de 0,9 % au deuxième trimestre. Bien qu'aucune ventilation de l'investissement ne soit disponible selon une fréquence trimestrielle, les données relatives à la production laissent penser que l'investissement dans la construction et hors construction a également diminué. Il semble que la baisse de l'investissement dans la construction soit imputable à un recul de la construction dans l'immobilier résidentiel et dans le génie civil, qui reflète une compensation de l'activité plus vigoureuse qu'à l'accoutumée observée au premier trimestre, à la faveur de conditions météorologiques favorables dans plusieurs pays de la zone euro.

Graphique 50 Ventes au détail, indice des directeurs d'achat relatif au commerce de détail et indicateurs de confiance

(données mensuelles)



Sources : Eurostat, enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, Markit et calculs de la BCE.
 1) Variations annuelles en pourcentage ; moyennes mobiles sur 3 mois ; données corrigées des jours ouvrés ; y compris les combustibles.
 2) Soldes d'opinion ; données corrigées des variations saisonnières et centrées.
 3) Écart par rapport à un indice de valeur 50.

Au troisième trimestre, la faiblesse de l'investissement total paraît s'être prolongée, se manifestant par une augmentation très modeste de la production de biens d'équipement, dans un contexte d'utilisation des capacités du secteur manufacturier restant inférieure à sa moyenne de long terme. Dans le même temps, la production dans le secteur de la construction a continué de fléchir.

S'agissant du quatrième trimestre 2014, les indicateurs disponibles vont dans le sens d'un redressement très modéré de l'investissement, imputable pour l'essentiel à l'investissement hors construction. Ces perspectives sont étayées par la faiblesse de la croissance, la progression des bénéfices et la légère amélioration de l'accès au financement, selon l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire réalisée en octobre. Néanmoins, le rebond de l'investissement devrait être modéré, en raison de la poursuite du désendettement des entreprises et de la persistance de capacités de production inutilisées, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier devant rester inférieur à sa moyenne de long terme au quatrième trimestre 2014. Par ailleurs, la confiance dans l'industrie est restée faible et les anticipations de production pour le secteur des biens d'équipement ont diminué, en moyenne, en octobre et en novembre par rapport au troisième trimestre de l'année. Pour fin 2014 et début 2015, les principales enquêtes relatives à la construction continuent de faire état d'une activité faible ou en diminution dans ce secteur, l'indice des directeurs d'achat pour la construction et l'activité immobilière et l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction demeurant largement inférieurs à leurs moyennes de long terme. Les données récentes relatives aux permis de construire et aux commandes dans la construction dans certains grands pays de la zone euro montrent également un certain fléchissement. Les ajustements en cours des marchés de l'immobilier résidentiel de nombreux pays de la zone euro et le parc sous-utilisé de bâtiments devraient continuer de freiner l'activité de ce secteur.

À moyen terme, l'investissement total devrait connaître une amélioration progressive grâce à l'augmentation de la demande, de la rentabilité et des revenus des ménages, aux meilleures conditions de financement et à l'atténuation des restrictions budgétaires. Selon l'enquête semestrielle relative aux investissements réalisée par la Commission européenne et publiée en novembre, l'investissement industriel devrait progresser de 3 % en 2015, contre 2 % en 2014.

Encadré 4

LA FAIBLESSE ACTUELLE DE L'INVESTISSEMENT DANS LA ZONE EURO COMPARÉE AUX ÉVOLUTIONS OBSERVÉES LORS DES PRÉCÉDENTS ÉPISODES DE CRISE

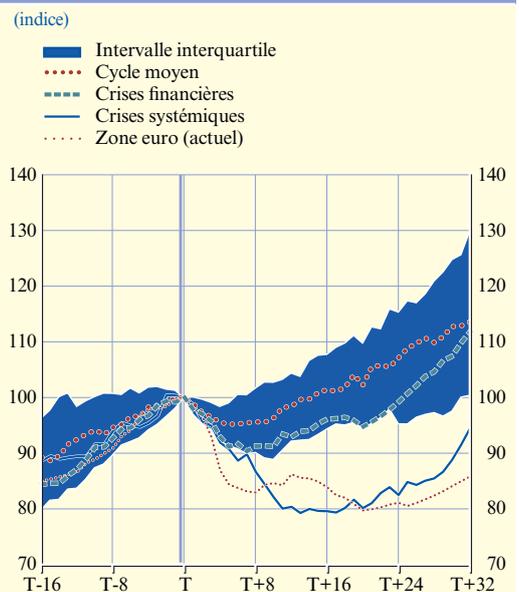
La faiblesse actuelle de l'investissement dans la zone euro apparaît prononcée lorsqu'on la replace dans un contexte historique. Le présent encadré compare la tendance observée pour l'investissement et pour certaines variables macroéconomiques liées, avec l'expérience tirée de précédentes crises « financières » et « systémiques »¹. De manière générale, le redressement de l'investissement constaté jusqu'ici, nettement plus faible que lors des précédentes crises financières, s'apparente davantage à celui enregistré après les crises systémiques.

¹ La série de crises financière dont il est question ici recouvre 11 crises associées à des tensions dans le secteur bancaire durant les années 1980 et 1990, telles que les crises bancaires observées en Grande-Bretagne (1973), en Grèce et en Italie (1992) ainsi qu'au Japon (1996). En comparaison, les crises systémiques comprennent cinq crises financières de grande ampleur survenues en Espagne (1977), en Norvège (1987), en Finlande (1991), en Suède (1991) et au Japon (1992). Cf. C. M. Reinhart et K. S. Rogoff, *Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*, *The American Economic Review*, vol. 98, n° 2, mai 2008. Il convient de noter que le terme « cycle moyen » se rapporte à toutes les autres récessions observées dans les pays de l'OCDE depuis 1970, c'est-à-dire celles qui ne sont pas associées à des crises financières ou systémiques. De plus, une certaine prudence s'impose, les crises systémiques représentant une partie infime de l'ensemble des crises et ayant subi l'influence de facteurs particuliers, tels que des modifications importantes de la politique monétaire en matière de libéralisation financière ou de détente de la réglementation prudentielle.

Une comparaison avec les précédentes crises financières et systémiques

Le niveau d'investissement réel dans la zone euro (représenté par la fine ligne en pointillés rouges dans le graphique A) se situe actuellement nettement en deçà du niveau global enregistré après les récessions « moyennes » ainsi qu'à la suite d'un grand nombre de crises financières mondiales non systémiques antérieures. La baisse globale de l'investissement durant la récente période de crise est cependant largement comparable au recul moyen enregistré au cours de crises systémiques. Cela étant, le profil de la reprise actuelle est assez différent, en raison du double creux caractérisant la crise. Malgré un fléchissement de l'investissement initialement plus fort que durant les précédentes crises systémiques, le premier creux a été moins prononcé que lors d'une crise systémique typique. En outre, après le point bas de 2010, l'investissement a commencé à se redresser à un rythme similaire à celui observé après des récessions normales. Cependant, les progrès enregistrés pendant près de deux ans ont été interrompus avec le début de la crise de la dette souveraine, marqué par une nouvelle contraction du niveau de l'investissement. Depuis lors, on note peu de signes de reprise (cf. graphique A). Le niveau d'investissement est par conséquent actuellement inférieur de près de 20 % à son niveau de 2008.

Graphique A Tendances observées pour l'investissement réel après des périodes de crise



Sources : OCDE, Eurostat et calculs de la BCE.

Note : T représente un pic de croissance du PIB au cours de chaque période précédant une crise. Le dernier pic a été enregistré au premier trimestre 2008.

Les facteurs coïncidant avec la faiblesse actuelle de l'investissement

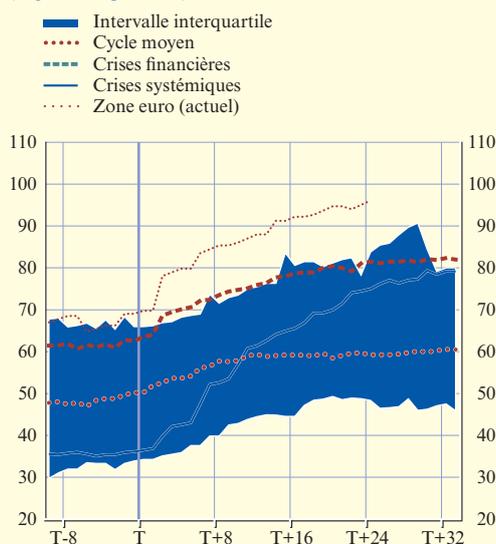
Par rapport aux crises financières et systémiques antérieures, la lente reprise de l'investissement constatée durant la dernière crise a coïncidé avec un certain nombre de conditions économiques exceptionnelles.

Premièrement, les dépenses publiques d'investissement, y compris les investissements dans les infrastructures, ont été faibles en raison de l'assainissement budgétaire et de la nécessité de réduire la dette publique. Après la survenue de la Grande Récession, le ratio dette des administrations publiques/PIB s'est établi à des niveaux supérieurs à 90 % dans la zone euro, ce qui est nettement plus élevé que la moyenne observée avant les crises précédentes (cf. graphique B). Cette situation a limité la marge budgétaire déjà restreinte permettant de stimuler l'investissement, et incitant plutôt les gouvernements à assainir les finances publiques à un stade relativement précoce.

Deuxièmement, en ligne avec les précédentes crises systémiques, l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est fortement contracté, mais n'affiche pour l'instant pratiquement aucun signe de redressement (cf. graphique C). Il convient de noter que le niveau initial retenu comme référence, c'est-à-dire le pic de croissance du PIB observé au premier trimestre 2008, reflète le niveau excessivement élevé de l'investissement dans l'immobilier résidentiel enregistré avant la crise dans un certain nombre de pays de la zone euro. De plus, l'ajustement en cours de l'investissement

Graphique B Dette publique après des périodes de crise

(en pourcentage du PIB)

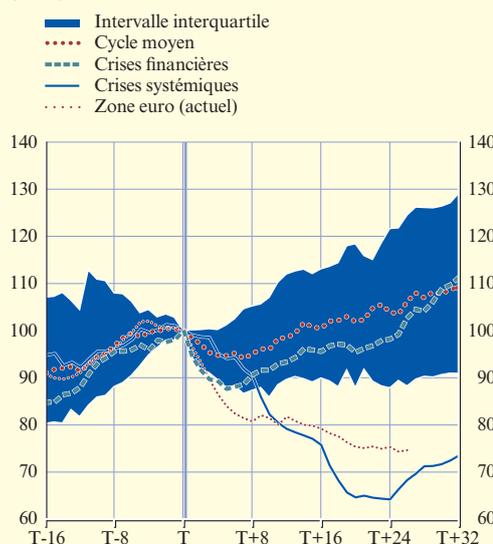


Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Note : T représente un pic de croissance du PIB au cours de chaque période précédant une crise. Le dernier pic a été enregistré au premier trimestre 2008.

Graphique C Niveau d'investissement réel dans l'immobilier résidentiel après des périodes de crise

(indice)



Sources : OCDE, Eurostat et calculs de la BCE.

Note : T représente un pic de croissance du PIB au cours de chaque période précédant une crise. Le dernier pic a été enregistré au premier trimestre 2008. Pour les crises passées, les données relatives à l'investissement dans l'immobilier résidentiel proviennent de la base de données de l'OCDE. S'agissant de l'épisode de crise le plus récent, les données utilisées sont celles d'Eurostat.

résidentiel devrait se poursuivre pendant un certain temps, exerçant des pressions à la baisse sur l'investissement global.

Troisièmement, la faible dynamique de l'investissement des entreprises durant la crise de la dette souveraine est peut-être en partie liée à la structure des exportations². Dans le sillage d'une récession mondiale synchronisée, les exportations ont diminué de façon significative en 2008 et se sont ensuite redressées plus progressivement qu'après des récessions normales (cf. graphique D). De manière générale, les précédentes crises financières et systémiques ont été plus limitées sur le plan géographique, une croissance mondiale relativement préservée créant les bases d'une plus solide reprise tirée par les exportations.

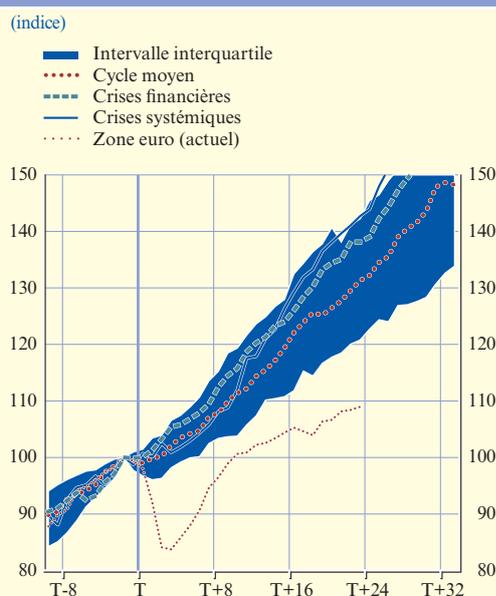
Enfin, un niveau d'incertitude élevé, s'agissant notamment des futures politiques économiques menées par les gouvernements, constitue un facteur important qui, dans le contexte actuel, pèse sur l'investissement des entreprises. Les enquêtes relatives à l'incertitude concernant la politique économique³ dans les cinq plus grandes économies européennes font état d'une accentuation de l'incertitude depuis le début de la crise et indiquent qu'elle est demeurée à un niveau globalement beaucoup plus élevé qu'avant la crise. Toutefois, compte tenu du manque de données disponibles, il est impossible de comparer le niveau d'incertitude actuel avec celui des récessions passées.

Dans une perspective plus longue encore, les évolutions récentes peuvent également être comparées avec la crise la plus profonde de l'époque contemporaine, à savoir la Grande Dépression des années 1930.

² Pour un examen plus détaillé des facteurs à l'origine du recul de l'investissement des entreprises, cf. l'encadré intitulé *Les facteurs à l'origine du recul et du redressement de l'investissement des entreprises* du *Bulletin mensuel* d'avril 2014.

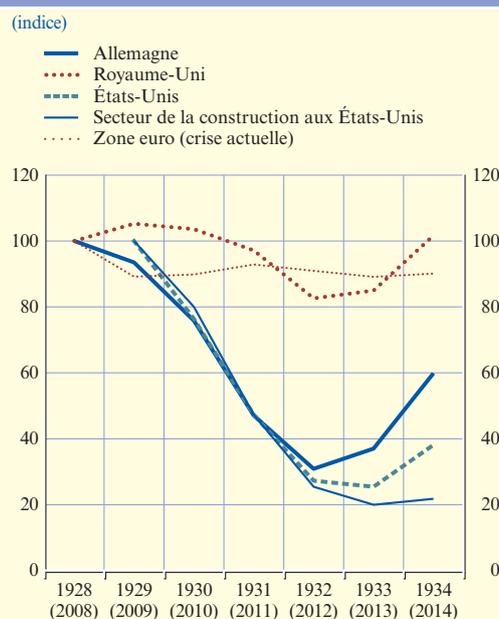
³ Par exemple, l'indice d'incertitude relative à la politique économique (*Economic Policy Uncertainty Index*) calculé par N. Bloom *et al.*, disponible à l'adresse suivante : <http://www.policyuncertainty.com/>.

Graphique D Niveau des exportations après des périodes de crise



Sources : OCDE, Eurostat et calculs de la BCE.
 Note : T représente un pic de croissance du PIB au cours de chaque période précédant une crise. Le dernier pic a été enregistré au premier trimestre 2008.

Graphique E Investissement durant la Grande dépression pour une sélection de pays



Sources : C. Berringer *Sozialpolitik in der Weltwirtschaftskrise : Die Arbeitslosenversicherungspolitik in Deutschland und Großbritannien im Vergleich 1928-1934*, Duncker & Humblot, 1966 ; U.S. Department of Commerce – Bureau of Economic Analysis.
 Notes : Pour l'Allemagne et le Royaume-Uni, on utilise l'investissement exprimé en prix courants, les données relatives à l'investissement réel n'étant pas disponibles. S'agissant des États-Unis, l'investissement vaut 100 en 1929. La croissance de l'investissement dans la zone euro pour 2014 est obtenue par extrapolation des données relatives aux deux premiers trimestres.

Les données relatives à l'investissement sont rares pour cette période. Toutefois, dans le cas des États-Unis, de l'Allemagne et du Royaume-Uni, on peut dire que la baisse de l'investissement observée durant la crise actuelle semble beaucoup moins prononcée que lors de la Grande Dépression (cf. graphique E). De nombreuses explications et théories ont été avancées à cet égard. Par exemple, durant la Grande Dépression, un certain nombre de faillites bancaires ont exercé une incidence plus prononcée sur le financement de l'investissement, et les États-Unis ont subi un krach boursier majeur. Selon certains, le Système fédéral de réserve n'a pas réussi à contrebalancer l'effet de contraction exercé par les faillites bancaires et sa politique monétaire restrictive a contribué à l'ampleur de cette crise⁴. Par comparaison, la politique monétaire mise en œuvre par les grandes banques centrales depuis 2008 a été très accommodante.

Conclusion

Le recul prononcé de l'investissement dans la zone euro constitue un phénomène largement répandu affectant l'ensemble des composantes de l'investissement. L'investissement public a diminué en raison d'une marge de manœuvre très limitée sur le plan budgétaire. S'agissant de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, on ne constate guère de signes de redressement et le processus d'ajustement en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel devrait demeurer un important facteur contraignant. De plus, l'atonie qui affecte l'investissement des entreprises

⁴ Cf. par exemple F. Friedman et A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

coïncide avec une performance exceptionnellement faible des exportations et une incertitude élevée concernant, entre autres, les futures politiques gouvernementales.

À plus long terme, compte tenu de l'environnement de modeste croissance de la production et de la nécessité de poursuivre le désendettement du secteur public et du secteur privé, le redressement de l'investissement devrait rester faible à court terme⁵. L'intensification des tensions géopolitiques constitue également un risque à la baisse. De plus, la reprise de l'investissement dépendra de réformes structurelles décisives qui (1) stimuleront la production, (2) généreront une demande de capital physique et (3) réduiront les rigidités du marché du travail et du marché des biens, améliorant ainsi les perspectives d'activité dans la zone euro et créant les conditions d'un redressement économique plus robuste.

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

CONSOMMATION PUBLIQUE

Au troisième trimestre, la consommation publique devrait avoir poursuivi sa croissance à un rythme lent, apportant une légère contribution positive à la demande intérieure. S'agissant des tendances sous-jacentes des principales composantes, la rémunération des fonctionnaires, qui représente près de la moitié de la consommation publique totale, semble avoir continué à augmenter de façon seulement marginale. Par ailleurs, la croissance des transferts sociaux en nature, qui recouvrent des rubriques telles que les dépenses de santé, semble s'être stabilisée au cours des derniers trimestres. À plus long terme, la contribution de la consommation publique à la demande intérieure devrait rester limitée au cours des prochains trimestres, car de nouvelles mesures d'assainissement budgétaire sont encore nécessaires dans un certain nombre de pays (cf. section 5).

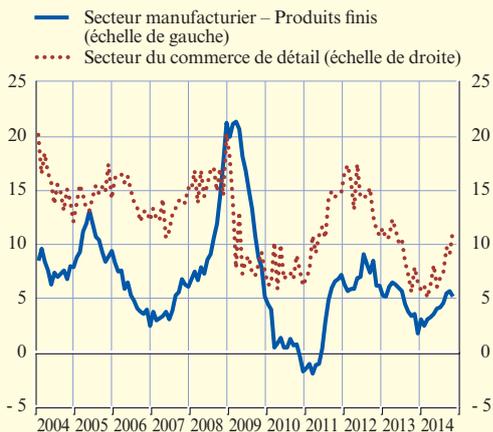
STOCKS

La contribution moyenne de la variation des stocks au cours des cinq derniers trimestres, c'est-à-dire au cours de la phase la plus récente de croissance faible, a été proche de zéro. Cette évolution est globalement conforme à ce qu'il est convenu d'attendre au vu du profil de croissance faible qui caractérise actuellement la zone euro. Selon les enquêtes récentes de la Commission européenne (disponibles jusqu'en novembre), les stocks dans l'industrie manufacturière (produits finis) et dans le secteur du commerce de détail sont considérés par les entreprises comme étant encore plutôt faibles au troisième et au quatrième trimestres par rapport aux moyennes historiques, malgré les augmentations enregistrées courant 2014 (cf. graphique 51, partie a). Ainsi, malgré une certaine volatilité, une reconstitution des stocks neutre ou modérée est probable, dans l'ensemble, fin 2014 dans le contexte de la reprise économique en cours. Par ailleurs, selon les données récentes tirées des enquêtes auprès des directeurs d'achat (disponibles jusqu'en novembre), s'agissant notamment des variations des consommations intermédiaires et des produits finis dans le secteur manufacturier, les stocks apporteront sans doute une contribution globalement neutre ou légèrement positive à la croissance du PIB en volume lors des deux derniers trimestres de l'année (cf. graphique 51, partie b).

Graphique 51 Stocks dans la zone euro

a) Perception des niveaux des stocks

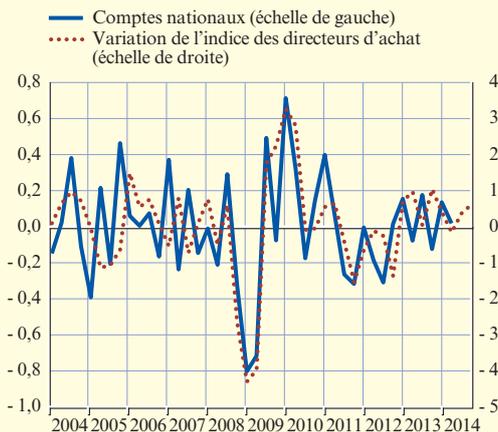
(soldes d'opinion ; données cvs, non corrigées des jours ouvrés)



Source : Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

b) Variations des stocks : perception et contributions à la croissance du PIB

(variation des indices de diffusion ; en points de pourcentage)



Sources : Markit, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Comptes nationaux : contribution de la variation des stocks à la croissance trimestrielle du PIB en volume. Indice des directeurs d'achat : moyenne de la variation absolue des stocks de consommations intermédiaires et de produits finis dans le secteur manufacturier.

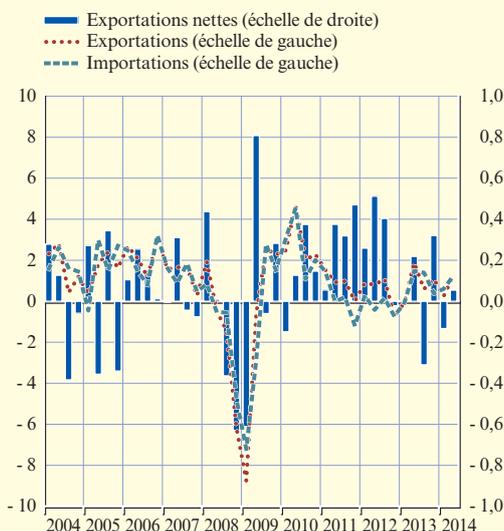
COMMERCE EXTÉRIEUR

Après les évolutions volatiles des échanges au cours des derniers trimestres, les exportations nettes ont apporté une légère contribution positive à la croissance trimestrielle du PIB au deuxième trimestre de cette année. Les exportations de biens et services de la zone euro ont progressé, augmentant de 1,3 % en rythme trimestriel (cf. graphique 52), en raison d'exportations importantes à destination des États-Unis et de l'Asie (y compris la Chine), tandis que les exportations vers les pays européens situés hors de la zone euro et vers l'Amérique latine ont fléchi. Dans le même temps, les importations de la zone euro ont également augmenté de 1,3 % au deuxième trimestre, en provenance notamment de Chine et des pays européens ne faisant pas partie de la zone euro.

Les indicateurs disponibles tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une croissance modérée des exportations de la zone euro au troisième trimestre et fournissent des signaux plus contrastés pour le dernier trimestre de cette année. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation s'est détérioré en moyenne au troisième trimestre, demeurant toutefois au-dessus du seuil d'expansion de 50 et de son niveau moyen de long terme. Le fléchissement d'ensemble s'est poursuivi au

Graphique 52 Importations et exportations en volume et contribution des exportations nettes à la croissance du PIB

(variations trimestrielles en pourcentage ; en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

quatrième trimestre, l'indice ressortant en moyenne à 50,7 en octobre et en novembre, niveau légèrement inférieur à sa moyenne de long terme. L'indicateur de la Commission européenne relatif aux nouvelles commandes à l'exportation est resté stable au troisième trimestre, avant de s'améliorer ensuite en octobre et en novembre. Ces deux indicateurs se situent à des niveaux compatibles avec une croissance modérée des exportations à court terme, perspective également soutenue par l'amélioration très progressive de l'activité mondiale et par la dépréciation du taux de change de l'euro. Les importations de la zone euro devraient également augmenter à court terme, bien qu'à un rythme modéré, concordant globalement avec l'expansion modérée de la demande intérieure. Dans l'ensemble, ces évolutions font état de contributions globalement neutres des exportations nettes à la croissance trimestrielle du PIB pour les prochains mois.

4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

S'agissant du volet production des comptes nationaux, la valeur ajoutée réelle totale est demeurée globalement stable au deuxième trimestre 2014, après quatre trimestres de croissance trimestrielle comprise entre 0,2 % et 0,3 %. Si la valeur ajoutée dans le secteur de la construction a contribué négativement à la croissance, la valeur ajoutée dans l'industrie hors construction et dans les services a apporté une contribution positive.

En termes de niveau d'activité, les différences importantes entre secteurs ont ainsi perduré. Dans les services, la valeur ajoutée réelle a atteint un niveau record au deuxième trimestre 2014, tandis que dans le secteur de la construction, elle n'est ressortie qu'aux trois quarts environ de son pic de début 2008. Dans le même temps, la valeur ajoutée dans l'industrie hors construction s'est établie 6 % au-dessous de son point haut d'avant la crise. Les indicateurs disponibles montrent que la valeur ajoutée totale a enregistré une légère hausse au troisième trimestre 2014 et pourrait voir sa croissance se maintenir à un niveau faible au quatrième trimestre.

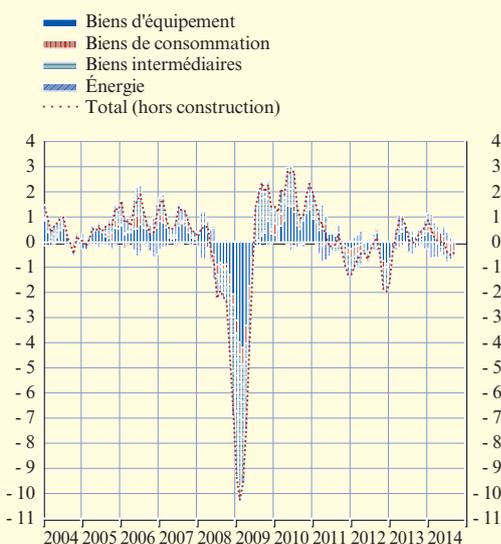
INDUSTRIE HORS CONSTRUCTION

Au deuxième trimestre 2014, la valeur ajoutée dans le secteur de l'industrie hors construction a progressé de 0,2 %, en glissement trimestriel. Cela étant, la production a stagné, en rythme trimestriel, ce même trimestre et a reculé de 0,4 % au troisième trimestre (cf. graphique 53). Également au troisième trimestre, la production trimestrielle de biens d'équipement et d'énergie a augmenté, tandis que celle des biens intermédiaires et des biens de consommation a reculé. Par rapport aux données solides, les résultats de l'enquête de la Commission européenne et de l'enquête auprès des directeurs d'achat ont fait état d'un ralentissement de la croissance de l'activité au troisième trimestre, avec une légère détérioration de la tendance observée pour la production au cours des derniers mois, ressortant de l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, ainsi qu'un recul de l'indice des directeurs d'achat pour la production dans le secteur manufacturier qui, néanmoins, est demeuré supérieur au seuil de 50 correspondant à une croissance nulle.

Les indicateurs à court terme laissent présager une faible croissance de l'activité dans le secteur industriel au quatrième trimestre. L'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes dans l'industrie hors matériel de transport lourd, qui est moins influencé par les grosses commandes que l'indicateur relatif à l'ensemble des nouvelles commandes, a enregistré une hausse de 0,2 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2014. Cette évolution s'explique essentiellement par les nouvelles commandes en provenance de l'extérieur de la zone euro, qui ont atteint un niveau record. Les données d'enquêtes de la Commission européenne indiquent qu'en octobre et novembre 2014, les carnets de commande se sont légèrement améliorés par rapport au troisième trimestre. Sur la même période, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes est passé en dessous du seuil théorique

Graphique 53 Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution

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

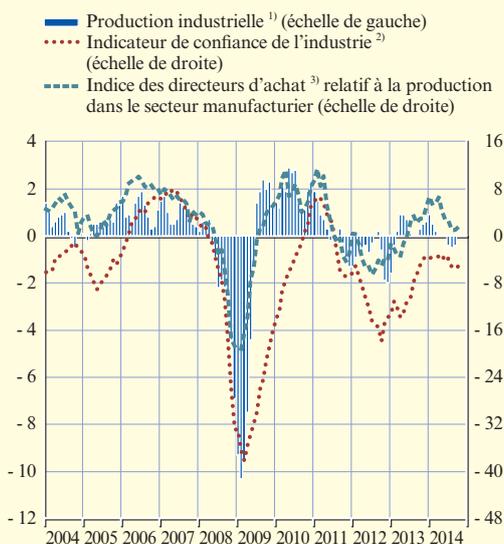


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Graphique 54 Production industrielle, indicateur de confiance de l'industrie et indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier

(données mensuelles cvs)



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

Note : Toutes les séries concernent l'industrie manufacturière.

1) Variations en pourcentage des glissements sur 3 mois.

2) Soldes d'opinion.

3) Indice des directeurs d'achat ; écarts par rapport à un indice de valeur 50.

de 50 correspondant à une croissance nulle, tandis que l'indice relatif à la production dans le secteur manufacturier s'est inscrit à un niveau proche de celui du troisième trimestre (cf. graphique 54). En outre, sur les deux premiers mois du quatrième trimestre, les prévisions de production de la Commission européenne pour les mois à venir se situaient à un niveau proche de celui du trimestre précédent.

CONSTRUCTION

La valeur ajoutée dans la construction a fléchi de 1,6 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014. Cette évolution est cohérente avec la baisse de la production observée dans la construction au cours du même trimestre (1,1 %) et a été influencée par un effet de compensation qui a fait suite à une production exceptionnellement élevée dans la construction au premier trimestre, soutenue par des conditions météorologiques particulièrement clémentes dans plusieurs pays de la zone euro. L'indice de la production dans la construction a encore reculé de 0,6 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2014. D'autres indicateurs à court terme se sont également détériorés par rapport aux résultats du deuxième trimestre, confirmant une atonie générale dans le secteur de la construction. À titre d'exemple, les indices des directeurs d'achat relatifs à la production et aux nouvelles commandes se sont maintenus à des niveaux inférieurs à 50, confirmant une contraction de l'activité. Compte tenu de la progression du revenu des ménages et de conditions de financement plus favorables, il faut s'attendre, au mieux, à une légère amélioration de l'activité dans la construction pour la fin de l'année et début 2015. Cette amélioration devrait rester modeste, les dernières valeurs des indicateurs tirés d'enquêtes (l'indice des directeurs d'achat allant jusqu'en octobre ainsi que l'indicateur de confiance et l'indicateur relatif aux nouvelles commandes dans la construction établis par la Commission européenne allant jusqu'en novembre) étant demeurées nettement inférieures

à leurs moyennes de long terme. De plus, les indicateurs disponibles concernant les permis de construire, les commandes dans la construction et les mises en chantier dans les principaux pays de la zone euro, qui donnent des indications sur l'activité attendue dans la construction au cours des prochains mois, font état d'un recul de la construction dans son ensemble.

SERVICES

La valeur ajoutée réelle dans les services a progressé de 0,1 % au deuxième trimestre, soit le cinquième trimestre consécutif de croissance. Des évolutions contrastées au niveau des sous-secteurs ont été à l'origine de cette légère progression. La valeur ajoutée a diminué dans les services non marchands ce même trimestre, tandis qu'elle a progressé dans les services marchands. Au sein des services marchands, les activités immobilières, les services professionnels, les services aux entreprises et les services de soutien, ainsi que le commerce, les transports, l'hôtellerie et la restauration, ont progressé, tandis que les autres services marchands ont reculé. Le niveau d'activité, mesuré par la valeur ajoutée réelle, a été légèrement supérieur aux précédents pics enregistrés au troisième trimestre 2011 et au premier trimestre 2008. Les enquêtes indiquent la poursuite de la croissance de la valeur ajoutée dans les services au troisième trimestre de l'année en cours. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services s'est établi au troisième trimestre à un niveau proche de celui du trimestre précédent. De même, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans les services a peu varié, se maintenant à des niveaux comparables à ceux observés au début de l'année.

La progression du secteur des services devrait se poursuivre au quatrième trimestre. Au cours de la période de trois mois s'étant achevée en octobre, la part des sociétés de services pour lesquelles une demande insuffisante constituait une limite à leur activité a légèrement augmenté, mais dans le même temps le taux d'utilisation des capacités pour le secteur des services a atteint son niveau le plus élevé depuis fin 2011. Les mentions de contraintes d'ordre financier ont légèrement augmenté, tout en demeurant proches de leur moyenne de long terme. De plus, sur la base des données d'enquêtes disponibles pour les deux premiers mois du quatrième trimestre, la valeur ajoutée dans les services devrait poursuivre sa croissance, mais très vraisemblablement à un rythme plus lent. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services a reculé au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent, mais son niveau moyen de 51,7 indique que l'activité continue de progresser dans ce secteur. Cela étant, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans les services s'est amélioré au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre par rapport au troisième trimestre, tout en demeurant inférieur à sa moyenne de long terme et aux niveaux enregistrés début 2011. La confiance a été comparativement élevée et s'est inscrite à un niveau nettement supérieur à sa moyenne de long terme pour les activités d'entreposage et services auxiliaires des transports. L'indicateur relatif à la confiance dans les services financiers, qui ne figure pas dans l'indicateur relatif à la confiance dans les services, s'est détérioré au cours de la même période. Selon l'enquête de la Commission européenne relative aux services, la demande attendue pour les mois à venir s'est légèrement améliorée au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent mais demeure inférieure à sa moyenne de long terme et aux niveaux observés fin 2010 et au premier semestre 2011. L'indice des directeurs d'achat relatif aux perspectives d'activité (à douze mois) a encore diminué durant les deux premiers mois du quatrième trimestre, demeurant ainsi inférieur à sa moyenne de long terme. Ces évolutions sont en ligne avec les prévisions de poursuite de la croissance, mais à un rythme lent.

4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

Le marché du travail de la zone euro s'améliore depuis le printemps 2013. Dans le contexte de faible croissance économique observé depuis le deuxième trimestre 2013, cela dénote une amélioration de la réactivité des marchés du travail aux évolutions conjoncturelles. Le chômage a présenté des baisses

trimestrielles successives, quoique de faible ampleur, depuis mi-2013, et la croissance trimestrielle de l'emploi est redevenue positive à la fin de l'année. Si les évolutions d'un pays à l'autre restent divergentes, il y a une tendance générale à l'amélioration.

Les effectifs employés dans la zone euro, c'est-à-dire le nombre de personnes employées, ont progressé de 0,2 % en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2014, après être restés stables au premier trimestre (cf. tableau 11). La progression enregistrée au deuxième trimestre représente la plus forte hausse trimestrielle depuis le premier trimestre 2008, reflétant dans une large mesure une inversion du tassement de la croissance de l'emploi observé au premier trimestre 2014. En outre, cette évolution représente vraisemblablement aussi un accroissement de la sensibilité de l'emploi aux évolutions économiques, la flexibilité sur le marché du travail augmentant – par exemple, par le biais d'un recours accru aux contrats temporaires, à temps partiel ou d'auto-entrepreneur. Le nombre d'heures travaillées a également progressé, de 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2014, après être resté stable au premier trimestre de l'année.

La croissance modérée de l'emploi au niveau agrégé dans la zone euro, masque des différences marquées qui subsistent d'un pays à l'autre, mais dans une moindre mesure qu'en 2013, la plupart des économies de la zone affichant désormais une croissance trimestrielle durable, mais modérée, de l'emploi en 2014. Au niveau sectoriel, l'emploi s'est redressé dans la zone euro au deuxième trimestre 2014 dans l'industrie (hors construction) et les services, de 0,4 % et 0,2 % respectivement en glissement trimestriel, tandis que l'emploi dans la construction a diminué de 0,1% en rythme trimestriel.

Les résultats des enquêtes relatives au troisième trimestre et pour le début du quatrième trimestre 2014 indiquent un certain ralentissement de la croissance de l'emploi (cf. graphique 55). Les indicateurs prospectifs laissent également présager une poursuite de la stabilisation de la situation de l'emploi au cours des prochains trimestres.

La productivité par personne employée est ressortie en baisse à 0,4 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2014, après un rythme soutenu de 1,0 % au premier trimestre (cf. graphique 56). La productivité par heure travaillée s'est légèrement redressée, à 0,5 % en rythme annuel, après 0,4 % au premier trimestre. Les évolutions récentes de la croissance de la productivité dans la zone euro

Tableau 11 Croissance de l'emploi

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

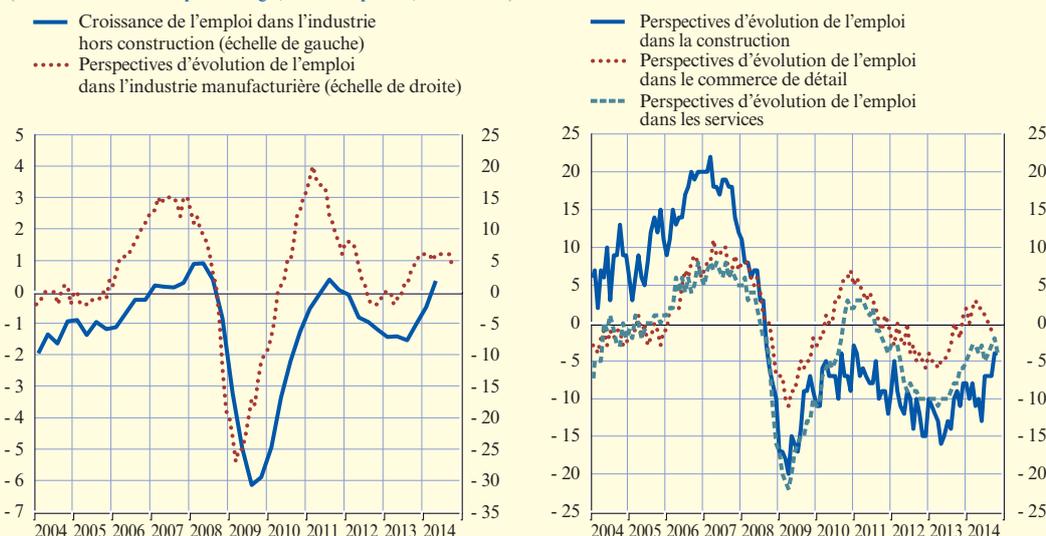
	Personnes employées					Heures travaillées				
	Taux annuels		Taux trimestriels			Taux annuels		Taux trimestriels		
	2012	2013	2013 T4	2014 T1	2014 T2	2012	2013	2013 T4	2014 T1	2014 T2
Ensemble de l'économie	- 0,5	- 0,8	0,1	0,0	0,2	- 1,5	- 1,2	0,1	0,0	0,2
<i>dont :</i>										
Agriculture et pêche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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Graphique 55 Croissance de l'emploi et perspectives d'évolution de l'emploi

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



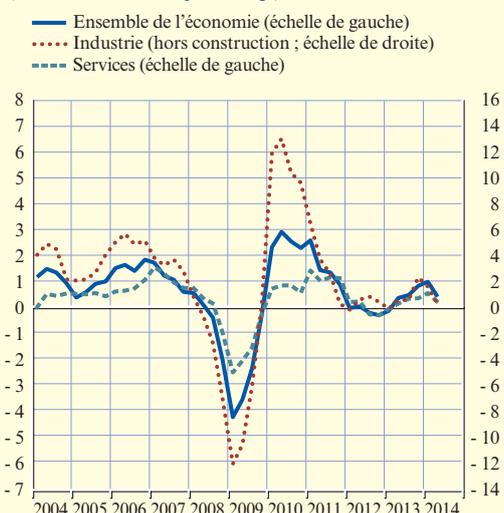
Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.
 Note : Les soldes d'opinion sont centrés.

reflètent dans une large mesure le rebond conjoncturel de la croissance annuelle de la production, qui s'est amorcé au dernier trimestre 2013, alors que le ralentissement constaté au deuxième trimestre reflète également l'accroissement de la progression de l'emploi au cours du même trimestre.

Le taux de chômage dans la zone euro a continué de diminuer par rapport à son point haut de 12,0 % au deuxième trimestre 2013, de quelque 0,1 point de pourcentage chaque trimestre, ressortant en moyenne à 11,5 % au troisième trimestre 2014 (cf. graphique 57). Le taux de chômage est resté

Graphique 56 Productivité du travail par personne employée

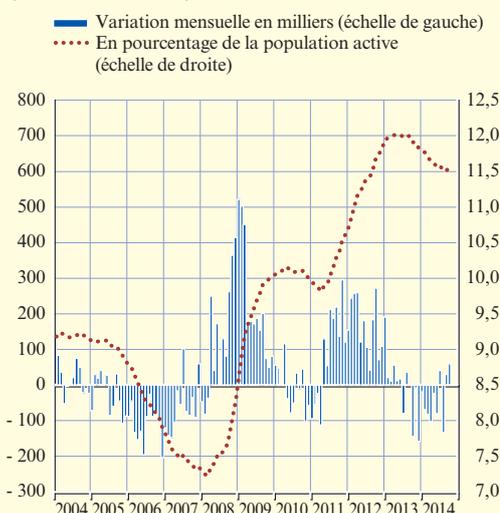
(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 57 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat.

stable à ce niveau entre le mois d'août et le mois d'octobre, ce qui indique un léger ralentissement de la diminution du chômage. Si les récentes baisses semblent avoir été largement réparties selon les tranches d'âge et le sexe, les taux de chômage continuent de diverger nettement d'une économie à l'autre de la zone euro. En dépit d'une certaine volatilité mensuelle, le taux de chômage devrait continuer de s'inscrire légèrement en recul au cours des prochains trimestres.

4.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Les dernières données et les résultats d'enquêtes allant jusqu'en novembre confirment le scénario d'un profil de croissance plus faible pour la période à venir. Dans le même temps, les perspectives d'une reprise économique modérée se maintiennent. D'une part, la demande intérieure devrait être soutenue par les mesures de politique monétaire, l'amélioration en cours des conditions de financement, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, ainsi que par la baisse importante des prix de l'énergie, celle-ci soutenant le revenu réel disponible. De plus, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial. D'autre part, la reprise pourrait continuer d'être freinée par le chômage élevé, l'importance des capacités de production inutilisées et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé.

Ces éléments sont reflétés dans les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 0,8 % en 2014, de 1,0 % en 2015 et de 1,5 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE, les projections de croissance du PIB en volume ont été considérablement révisées à la baisse. Les projections établies tant pour la demande intérieure que pour les exportations nettes ont été révisées à la baisse (cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de décembre 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*).

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro sont orientés à la baisse. En particulier, la faiblesse du rythme de croissance de la zone euro, conjuguée à l'importance des risques géopolitiques, pourrait réduire la confiance et, notamment, freiner l'investissement privé. Par ailleurs, l'insuffisance des progrès en matière de réformes structurelles dans les pays de la zone euro constitue un risque à la baisse majeur pour les perspectives économiques.

5 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de se réduire en 2015 et 2016, principalement grâce à la reprise économique attendue dans la zone. Le ratio de la dette publique de la zone euro devrait atteindre un pic en 2014. Toutefois, l'ajustement budgétaire structurel devrait pratiquement s'interrompre, en dépit des nouveaux engagements pris par plusieurs pays dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). À plus long terme, les pays doivent s'employer à respecter leurs engagements, en tenant compte de la flexibilité permise par le PSC.

ÉVOLUTIONS ET PROJECTIONS BUDGÉTAIRES

Dans les notifications de l'automne 2014 au titre de la procédure de déficit excessif (PDE), les données validées relatives à la zone euro (y compris la Lituanie) pour 2013 indiquent que le déficit des administrations publiques s'est établi à 2,9 % du PIB contre 3,6 % en 2012 (cf. tableau 12)¹. L'amélioration a principalement résulté de relèvements de la fiscalité, qui ont entraîné une augmentation des recettes par rapport au PIB, tandis que le ratio des dépenses est resté globalement stable. Les incidences du passage au Système européen des comptes 2010 (SEC 2010) ont été mineures pour la zone euro dans son ensemble, représentant une baisse de 0,1 point de pourcentage du déficit en 2013. Pour certains pays de la zone euro, toutefois, cette incidence a été plus importante².

La dette des administrations publiques de la zone euro s'est établie à 90,8 % du PIB en 2013, soit une hausse de 1,9 point de pourcentage par rapport à 2012 (cf. tableau 12). L'augmentation de la dette publique est principalement imputable à l'incidence négative persistante du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance, même si les dépenses au titre des intérêts ont diminué en liaison avec la baisse des taux (l'encadré 5 présente une vue d'ensemble de la base de données centralisées sur les titres de la BCE, qui permet la construction d'indicateurs statistiques relatifs aux titres de créance des administrations publiques, tel que le rendement nominal moyen). De plus, les contributions du déficit primaire et de l'ajustement stocks-flux ayant un effet d'accroissement de la dette ont été limitées. En raison du passage au SEC 2010, le ratio de dette pour 2013 est inférieur de 1,6 point de pourcentage, principalement en raison d'une révision à la hausse du PIB au dénominateur.

À plus long terme, les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une diminution du déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro au cours des deux prochaines années, principalement grâce à l'amélioration conjoncturelle progressive attendue, tandis

Tableau 12 Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)					
	2012	2013	2014	2015	2016
a. Recettes totales	45,8	46,5	46,7	46,7	46,4
b. Dépenses totales	49,4	49,4	49,3	49,0	48,5
dont :					
c. Paiements d'intérêts	3,0	2,8	2,7	2,7	2,6
d. Dépenses primaires (b - c)	46,4	46,6	46,6	46,4	45,9
Solde budgétaire (a - b)	- 3,6	- 2,9	- 2,6	- 2,4	- 2,1
Solde budgétaire primaire (a - d)	- 0,6	- 0,1	0,1	0,3	0,5
Solde budgétaire corrigé du cycle	- 2,5	- 1,3	- 1,1	- 1,1	- 1,4
Solde budgétaire structurel	- 2,1	- 1,2	- 1,1	- 1,1	- 1,3
Endettement brut	88,9	90,8	94,5	94,8	93,8
Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage)	- 0,7	- 0,5	0,8	1,1	1,7

Sources : Eurostat, prévisions de l'automne 2014 de la Commission européenne et calculs de la BCE

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro y compris la Lituanie. Les chiffres pour 2014 à 2016 sont des prévisions de la Commission européenne. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis. Le niveau du ratio de dette prévu par la Commission européenne est établi sur une base non consolidée.

- 1 L'agrégat de la zone euro utilisé dans cette section inclut la Lituanie, conformément à la composition utilisée pour les projections macroéconomiques de la zone euro (cf. le tableau 2 de l'article intitulé *Projections macroéconomiques de décembre 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* du présent *Bulletin mensuel*).
- 2 Cf. l'encadré intitulé *L'incidence du Système européen des comptes 2010 sur les statistiques macroéconomiques de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de novembre 2014.

que l'ajustement budgétaire structurel devrait pratiquement s'interrompre³. Le ratio de déficit devrait revenir à 2,6 % du PIB en 2014, puis diminuer encore légèrement pour s'établir à 2,5 % en 2015 et à 2,2 % en 2016. Ce profil d'évolution est globalement conforme aux prévisions économiques de l'automne 2014 de la Commission européenne (cf. tableau 12). La Commission prévoit que la réduction du déficit budgétaire résultera en totalité du volet dépenses. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, le ratio des dépenses rapportées au PIB devrait diminuer de 0,9 point de pourcentage par rapport à 2013, ressortant à 48,5 % en 2016, tandis que les évolutions des recettes devraient être globalement en phase avec celles du PIB.

Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème prévoient que la dette des administrations publiques dans la zone euro atteindra un pic en 2014. Selon les prévisions économiques de l'automne 2014 de la Commission européenne, le ratio de dette publique devrait augmenter pour atteindre 94,5 % du PIB en 2014 et 94,8 % en 2015, en raison de l'effet d'accroissement de la dette lié à l'ajustement stocks-flux et du niveau toujours élevé des charges d'intérêts, puis diminuer progressivement pour ressortir à 93,8 % en 2016⁴. La diminution du ratio de dette s'explique principalement par la hausse attendue de l'excédent primaire et l'effet de réduction de la dette exercé par le différentiel taux d'intérêt/taux de croissance.

- ³ Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de décembre 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* du présent *Bulletin mensuel*.
⁴ Le ratio de la dette publique est plus élevé dans les prévisions de la Commission européenne que dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. Tandis que la première publie les données relatives à la dette sur une base non consolidée, les projections de l'Eurosystème corrigent l'agrégat de la zone euro des prêts intergouvernementaux, conformément à la pratique d'Eurostat.

Encadré 5

NOUVEAUX INDICATEURS STATISTIQUES SUR LES TITRES DE CRÉANCE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET LEUR UTILISATION DANS LE CADRE DE L'ANALYSE ET DE LA SURVEILLANCE BUDGÉTAIRES

Le présent encadré décrit brièvement les utilisations possibles des nouveaux indicateurs statistiques relatifs aux titres de créance des administrations publiques élaborés à partir des informations contenues dans la base de données centralisée sur les titres (*Centralised Securities Database – CSDB*) de la BCE. Ces indicateurs recouvrent les encours, les émissions et les remboursements de titres, le service de la dette, ainsi que le taux d'intérêt associé (rendement nominal), ventilés par durées initiales et résiduelles, par devises, et par types de taux du coupon pour la zone euro et les différents pays. Ces indicateurs ont été publiés pour la première fois dans la partie Statistiques de la zone euro du *Bulletin mensuel* (tableaux 6.4 et 6.5) en novembre 2014 et sont disponibles sur le *Statistical Data Warehouse (SDW)* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE dans des rapports spécifiques¹.

La base de données centralisée sur les titres

La CSDB a été créée en 2009 en tant que système à usages multiples ; elle a été mise au point par la BCE et est exploitée conjointement par les membres du Système européen de banques centrales (SEBC). Les données sont collectées auprès de fournisseurs de données commerciales et d'autres sources (*via* les membres du SEBC) et sont accessibles aux utilisateurs du SEBC. Les compétences du SEBC sont mises à profit pour améliorer la qualité de ces données².

La CSDB recense actuellement des informations relatives à plus de six millions de titres de créance non échus, d'actions et de parts de fonds d'investissement. Les informations enregistrées au niveau de chaque titre comportent des données de référence (notamment les encours, les dates d'émission et d'échéance, des informations relatives aux coupons et aux dividendes, et des classifications statistiques), ainsi que des informations connexes relatives aux émetteurs et aux prix (de marché, estimé ou par défaut). Des travaux sont menés actuellement pour fournir également des informations relatives aux notations (du titre, de l'émetteur, du garant ou du programme d'émission) par la plateforme CSDB.

- ¹ Cf. *Debt securities issuance and service by EU governments* dans la section *Reports* du *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu>).
² Conformément à l'orientation BCE/2012/21 de la Banque centrale européenne du 26 septembre 2012 relative au cadre de contrôle de la qualité des données de la base de données centralisée sur les titres.

Exemples d'indicateurs statistiques : service de la dette et rendement nominal moyen

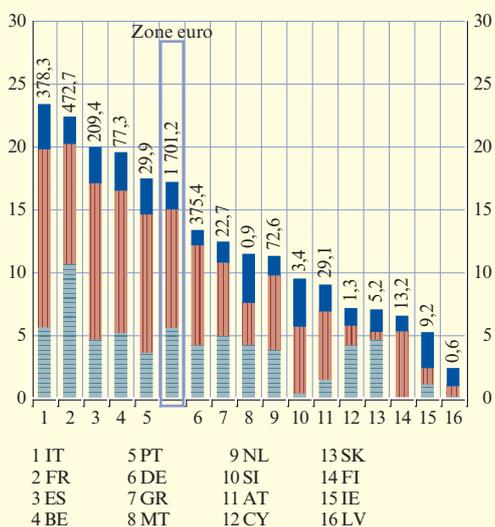
La CSDB permet de créer de nouveaux indicateurs relatifs aux titres de créance des administrations publiques qui donnent des informations sur le niveau attendu du service de la dette (comprenant le paiement du principal et des intérêts) et sur le taux d'intérêt associé que le débiteur s'engage à verser aux créanciers par unité de temps (le rendement nominal moyen), ventilés par durées initiales et résiduelles, par devises, et par types de taux du coupon. Fin octobre 2014, cinq pays de la zone euro (Belgique, Espagne, France, Italie et Portugal) anticipaient que le service de leur dette payable entre novembre 2014 et octobre 2015 serait supérieur, en pourcentage du PIB, à la moyenne de la zone euro (17,2 % du PIB, cf. graphique A). Entre novembre 2013 et octobre 2014, tous les pays de la zone euro à l'exception de Chypre et de la Slovaquie ont pu émettre de nouveaux titres de créance des administrations publiques à un rendement nominal moyen inférieur à celui du total de leur encours de titres de créance. Cela a contribué à ramener le niveau des rendements nominaux moyens du total des encours de titres de créance au-dessous de celui constaté un an auparavant dans tous les pays de la zone euro à l'exception de Chypre (cf. graphique B³).

Graphique A Service de la dette sur les titres de créance des administrations publiques de la zone euro payable entre novembre 2014 et octobre 2015

(en pourcentage du PIB ; en milliards d'euros)

Axe des ordonnées : en pourcentage du PIB

- Paiements d'intérêts à moins d'un an
- Remboursements du principal à plus de trois mois
- Remboursements du principal à moins de trois mois



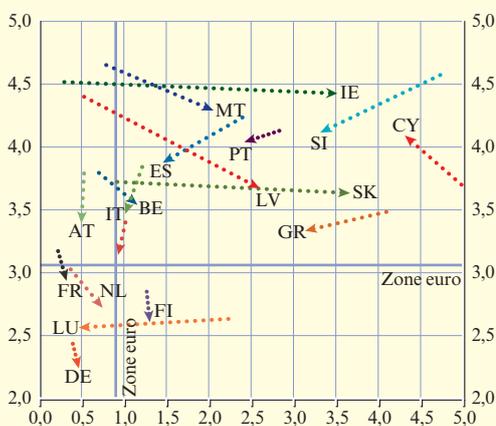
Sources : CSDB et calculs de la BCE.

Graphique B Rendements nominaux moyens des titres de créance des administrations publiques de la zone euro

(pourcentages annuels)

Axe des abscisses : titres émis entre novembre 2013 et octobre 2014

Axe des ordonnées : encours fin octobre 2014



Sources : CSDB et calculs de la BCE.

Note : Les lignes pointillées illustrent le changement intervenu en un an pour chaque pays et les flèches indiquent la direction de ce changement en désignant le point le plus récent.

3 Le rendement nominal (exprimé en pourcentage annuel) comprend le taux du coupon (le taux d'intérêt attaché à l'obligation lors de son émission) ainsi que toute différence entre le prix de remboursement fixé pour l'échéance et le prix d'émission (c'est-à-dire une décote ou une prime). Le rendement nominal moyen pondéré par les encours de chacun des titres de créance peut être calculé pour les titres de créance émis au cours des douze mois précédents. Il permet de déterminer si les nouvelles émissions sont devenues plus ou moins coûteuses en le comparant au rendement nominal moyen du total des encours de titres de créance. Le rendement nominal moyen du total des encours de titres de créance est affecté a) par le rendement nominal moyen des nouvelles émissions de titres de créance des administrations publiques, b) par la sortie du calcul des rendements nominaux moyens des titres de créance des administrations publiques arrivant à échéance, et c) par les modifications des taux d'intérêt sur l'encours des titres de créance émis par les administrations publiques (par exemple, les coupons à taux variable). Le rendement nominal moyen des nouvelles émissions de titres de créance des administrations publiques au cours des douze mois précédents peut être affecté non seulement par diverses forces du marché (par exemple, la demande d'émission, le risque de défaillance de l'émetteur et les taux d'intérêt de marché actuels et anticipés), mais également par les choix effectués par l'émetteur, comme le choix de la durée (les échéances longues ont généralement des rendements nominaux plus élevés) et des volumes d'émission.

Utilisation à des fins d'analyse

La CSDB a été largement utilisée par la BCE en période de crise en tant que source d'informations détaillées sur les besoins de financement des pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement UE et FMI. Cette base de données est également une source d'information indispensable pour la Revue de stabilité financière (*Financial Stability Review*) de la BCE ⁴ ainsi que pour les prévisions budgétaires dans le cadre des projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro. En plus du caractère très détaillé des données, l'actualité des informations de la CSDB permet d'analyser rapidement les évolutions et les tendances des marchés financiers ⁵.

Les titres de créance représentant quelque 80 % de la dette des administrations publiques de la zone euro, la CSDB peut permettre d'affiner la prévision des besoins de financement des emprunteurs souverains, tant à court terme (pour indiquer des risques de liquidité souveraine) qu'à moyen terme (pour identifier d'éventuels pics de remboursement d'obligations souveraines). Les risques attachés à la liquidité et à la soutenabilité de la dette souveraine ne sont pas seulement critiques en matière de surveillance budgétaire mais également pour la surveillance de la stabilité financière. Des besoins de financement importants des emprunteurs souverains sont susceptibles d'évincer les agents des autres secteurs, les institutions financières aussi bien que les entreprises. Dans le même temps, les expositions massives d'institutions financières à des emprunteurs souverains présentant des risques de soutenabilité importants peuvent être l'indice de vulnérabilités de ces institutions. Par conséquent, des informations détaillées sur les risques associés aux emprunteurs souverains peuvent alimenter des matrices de vulnérabilités relatives à d'autres secteurs, en particulier le secteur financier.

4 Cf. la plus récente édition de la *Financial Stability Review* de la BCE de novembre 2014. (Toutes les éditions peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/pub/finst/html/index.en.html>.)

5 Le système traite les informations au jour le jour et fournit des données de fin de mois dans un délai d'une à deux semaines environ, ce qui signifie que les utilisateurs ont accès aux données beaucoup plus rapidement que pour les autres statistiques agrégées.

ÉVOLUTIONS ET PROGRAMMES BUDGÉTAIRES DANS UNE SÉLECTION DE PAYS

Les évolutions et les programmes budgétaires récents des quatre principaux pays de la zone euro et d'une sélection de pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement UE/FMI ou étant récemment sortis d'un tel programme, sont présentés ci-après.

En Allemagne, le projet de plan budgétaire laisse globalement inchangés les objectifs du gouvernement définis dans le programme de stabilité actualisé de 2014. Il prévoit un budget équilibré en termes nominaux et un excédent structurel de 0,5 % du PIB pour 2015. Cependant, ce projet de plan budgétaire ne tient pas compte des dernières projections du gouvernement intégrant un taux de croissance révisé à la baisse ni des dernières prévisions officielles de recettes fiscales, qui prévoient une baisse des recettes de 0,25 % du PIB en 2015 (par rapport aux précédentes prévisions établies en mai 2014). L'Allemagne devrait toutefois dépasser son objectif budgétaire à moyen terme (OMT), défini comme un déficit structurel de 0,5 % du PIB en 2015. Le gouvernement prévoit une réduction importante du ratio de dette publique au cours des prochaines années, qui irait au-delà des exigences de la règle nationale du «frein à l'endettement» et de la référence pour la réduction de la dette publique fixée dans le Pacte de stabilité et de croissance.

En France, les nouveaux objectifs du gouvernement en matière de déficit nominal définis dans le projet de plan budgétaire ont été considérablement assouplis par rapport à ceux figurant dans le programme de stabilité actualisé (4,4 % du PIB au lieu de 3,6 % pour 2014 et 4,3 % du PIB au lieu de 2,8 % pour 2015). Le projet de plan budgétaire ne prévoit une correction du déficit excessif

qu'en 2017, contrairement à la date butoir de 2015 fixée par la PDE. Cela se traduirait par des lacunes considérables en matière d'assainissement pour la période de la PDE allant de 2013 à 2015. En effet, non seulement le déficit nominal prévu pour 2015 dépassera largement l'objectif de la PDE (de 1,5 point de pourcentage), mais l'écart en matière d'assainissement structurel sera également très important (1,5 point de pourcentage sur la période de la PDE allant de 2013 à 2015). Le 27 octobre, la France a annoncé des mesures d'assainissement supplémentaires pour 2015 (représentant un effort structurel supplémentaire de 0,2 % environ du PIB selon le gouvernement). Ces efforts supplémentaires ne sont toutefois pas suffisants pour remédier totalement au retard pris en matière d'assainissement, et la France risque par conséquent de ne pas respecter les exigences du Pacte de stabilité et de croissance.

En Italie, le projet de plan budgétaire prévoit un objectif de déficit de 2,6 % du PIB en 2015, soit un assouplissement par rapport à l'objectif de 1,8 % du PIB fixé dans le programme de stabilité actualisé de 2014. Ce projet de budget prévoit notamment une réduction des cotisations sociales pour les salariés nouvellement embauchés, une baisse de la taxe locale sur les activités de production (IRAP), ainsi que le transfert de revenus, sous forme de crédit d'impôt, vers les titulaires de faibles revenus (dispositif désormais permanent, après avoir été mis en place à l'origine sur une base temporaire en avril 2014). Ces mesures expansionnistes seront partiellement compensées par une réduction des dépenses publiques, notamment au niveau des administrations locales. Au total, ce projet de budget entraînerait une augmentation des besoins nets de financement pour 2015 de 0,4 % du PIB. De plus, les projets du gouvernement repousseraient jusqu'en 2017 l'échéance de l'OMT (soit deux années de plus que ce qui était recommandé par le Conseil Ecofin dans son avis publié en juillet 2014); en outre, le pays risque d'enfreindre la règle relative à la dette. Pour la suite, il est important d'assurer une pleine conformité avec les exigences du PSC et avec la règle relative à la dette afin de ne pas compromettre la soutenabilité budgétaire et de maintenir la confiance des marchés.

En Espagne, le déficit agrégé des administrations centrales et régionales et de la sécurité sociale (hors soutien aux institutions financières) sur la période allant de janvier à septembre 2014 est ressorti à 4,1 % du PIB annuel, contre 4,6 % pour la même période de 2013. Sur la base des résultats obtenus jusqu'à présent, il semble probable que le ratio de déficit rapporté au PIB pour cette année sera proche de l'objectif de 5,5 % défini dans le programme de stabilité actualisé et confirmé dans le projet de plan budgétaire d'octobre. Selon ce dernier, le ratio de déficit devrait diminuer, ressortant à 4,2 % en 2015 et à 2,8 % en 2016, conformément aux engagements de l'Espagne au titre de la PDE. Cependant, la prévision du plan budgétaire repose sur l'hypothèse d'un redressement relativement vigoureux des recettes et de la poursuite de la réforme des dépenses.

À Chypre, les données budgétaires en base caisse pour les neuf premiers mois de 2014 font état d'une forte croissance, en rythme annuel, des recettes au titre de la TVA et de l'impôt sur les sociétés ainsi que de la poursuite d'une exécution prudente du budget. Ces données sont conformes aux prévisions d'automne 2014 de la Commission européenne, qui prévoient que Chypre atteindra un léger excédent primaire en 2014 et est en bonne voie de corriger son déficit excessif (le ramenant au-dessous de la valeur de référence de 3 %) deux années avant la date butoir de 2016 fixée par sa PDE.

En Irlande, le projet de plan budgétaire prévoit un objectif de déficit de 3,7 % du PIB en 2014, soit 1,1 % de PIB au-dessous de l'objectif fixé dans le programme de stabilité actualisé. Malgré l'adoption de mesures expansionnistes à hauteur de 1 milliard d'euros (0,5 % du PIB), le projet de plan budgétaire vise une réduction du déficit à 2,7 % du PIB en 2015, grâce au maintien de conditions économiques favorables et à la baisse des dépenses au titre des intérêts, imputable en partie au remboursement anticipé du prêt du FMI. Cet objectif est compatible avec une sortie de la PDE à la date butoir de 2015. À moyen terme, le projet de plan budgétaire prévoit une amélioration progressive du déficit permettant d'atteindre l'objectif à moyen terme en 2018, à la faveur de la poursuite de la croissance et d'un profil

plat des dépenses primaires. Des mesures supplémentaires seront toutefois nécessaires pour rendre réaliste l'objectif de profil de dépenses. Dans ses prévisions d'automne 2014, la Commission européenne prévoit un déficit de 2,9 % du PIB en 2015 et une légère détérioration à 3,0 % du PIB en 2016.

Au Portugal, le nouvel objectif du gouvernement en matière de déficit nominal pour 2014, défini dans le projet de plan budgétaire, est largement supérieur à celui figurant dans le programme de stabilité actualisé (4,8 % du PIB au lieu de 4,0 %), en raison essentiellement d'une augmentation des dépenses à caractère exceptionnel. Pour 2015, l'objectif fixé dans le projet de plan budgétaire est également légèrement supérieur à l'objectif du programme de stabilité actualisé et de la PDE (2,7 % du PIB au lieu de 2,5 %). Le projet de plan budgétaire comprend différentes mesures discrétionnaires d'assainissement représentant 0,7 % du PIB, certaines étant ponctuelles ou susceptibles d'être soumises à des risques de mise en œuvre. De plus, les projections du gouvernement sont basées sur des hypothèses optimistes en ce qui concerne l'incidence budgétaire des évolutions macroéconomiques et la lutte contre la fraude et l'évasion fiscale. Dans ses prévisions d'automne 2014, la Commission européenne prévoit un déficit budgétaire de 3,3 % du PIB en 2015.

DÉFIS EN MATIÈRE DE POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Le rythme de l'assainissement budgétaire, mesuré par la variation du solde budgétaire structurel, a nettement ralenti depuis 2013, ce qui présente pour certains pays un risque de non-conformité avec les dispositions du PSC. Cet écart attendu par rapport aux objectifs n'est guère lié à la reprise plus lente que prévu de l'activité économique mais reflète l'insuffisance des efforts structurels dans un certain nombre de pays. C'est ce qui ressort également des projets de plans budgétaires que les pays devaient soumettre mi-octobre 2014. Plusieurs pays ont annoncé des mesures supplémentaires après que la Commission européenne leur a demandé des informations complémentaires et des spécifications détaillées. Dans son avis publié le 28 novembre, la Commission européenne n'a décelé dans aucun projet de plan budgétaire de manquement particulièrement grave aux obligations du PSC, auquel cas elle aurait demandé aux pays concernés de soumettre un projet de plan budgétaire révisé⁵. Toutefois, la Commission estime que les projets de plan budgétaire de sept pays présentent un «risque de non-conformité» avec le PSC (cf. encadré 6).

Tandis que des efforts budgétaires supplémentaires sont indispensables dans certains pays pour qu'ils respectent leurs engagements, la politique budgétaire peut, dans le cadre du PSC, être utilisée pour soutenir la reprise économique fragile dans la zone euro. Toutefois, la marge de manœuvre budgétaire pour soutenir la croissance est assez limitée et ne concerne que quelques pays. En outre, les répercussions positives sur d'autres pays de mesures budgétaires potentiellement plus expansionnistes prises dans certains pays dans le cadre de la marge de manœuvre permise par le PSC sont incertaines et probablement de faible ampleur.

Pour stimuler la croissance économique en Europe, la Commission européenne a présenté le 26 novembre un «Plan d'investissement pour l'Europe» ayant pour objectif de mobiliser un montant de 315 milliards d'euros pour des projets d'investissement sur une période de trois ans. Dans ce contexte, un nouveau Fonds européen pour les investissements stratégiques sera créé pour couvrir les principaux risques des nouveaux projets d'investissement. Selon la Commission, le nouveau fonds devrait avoir un effet multiplicateur de l'ordre de 15 en attirant des investisseurs privés. Le fonds sera garanti par de l'argent public provenant du budget de l'UE et de la Banque européenne d'investissement pour un total de 21 milliards d'euros. Il financera principalement des projets d'investissement propices à la croissance dans les domaines de l'énergie, des transports et des réseaux à haut débit, tandis qu'un quart des fonds disponibles seraient orientés vers les PME.

⁵ Cf. les avis de la Commission européenne publiés le 28 novembre 2014 (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/special_budgetary_plans/index_fr.htm)

Si cette initiative pourrait améliorer les perspectives de croissance en Europe, il est essentiel que les efforts pour stimuler l'investissement public reposent sur une identification soignée des projets-clés ayant une incidence propice à la croissance sur la base d'une analyse coûts/avantages approfondie.

Les efforts pour stimuler les réformes structurelles doivent être intensifiés et l'assainissement budgétaire doit être réalisé d'une manière propice à la croissance. Dans les pays où l'ajustement budgétaire nécessite de nouvelles réductions des dépenses publiques, une redéfinition des priorités en matière de dépenses au profit des postes apportant principalement un soutien à la croissance potentielle, comme l'investissement public, doit être encouragée. S'agissant du volet des recettes, les efforts doivent être concentrés sur la façon de remédier aux effets de distorsion de la fiscalité et sur l'évasion fiscale. S'agissant de la réduction du coin fiscal, l'Eurogroupe a annoncé dans une déclaration son intention d'adopter un ensemble de principes communs qui devraient guider les réformes fiscales à venir ⁶.

Un réexamen obligatoire du cadre de gouvernance de l'UE (à savoir les paquets législatifs «*six-pack*» et «*two-pack*») doit être réalisé d'ici fin 2014. Le 28 novembre, la Commission européenne a publié un bref réexamen, dans lequel elle estime que le cadre de gouvernance réformé s'est avéré efficace pour renforcer la surveillance budgétaire ⁷. Elle a également annoncé un débat sur les axes d'amélioration possibles en 2015. Tandis qu'un cadre de gouvernance renforcé est opportun pour accroître la discipline budgétaire, il est devenu de plus en plus complexe. La mise en œuvre cohérente des règlements en est rendue d'autant plus difficile. Des améliorations peuvent encore être apportées en interconnectant les diverses composantes des règlements, notamment les volets préventif et correctif du PSC s'agissant de l'OMT et de la valeur de référence fixée pour la dette. De plus, pour la crédibilité du PSC, il est indispensable d'accroître la transparence en ce qui concerne l'application du cadre et d'en garantir la mise en œuvre intégrale. Cela signifie également que toutes les données sur lesquelles s'appuient les décisions prises dans le cadre du PSC devraient être publiées.

6 Cf. la déclaration de l'Eurogroupe publiée le 8 juillet 2014 (<http://www.eurozone.europa.eu/medial539623/20140707-eurogroup-statement-on-reducing-tax-wedge-on-labour.pdf>)

7 Cf. le réexamen de la Commission européenne publié le 28 novembre <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/FR/1-2014-905-FR-F1-1.Pdf>

Encadré 6

L'EXAMEN DES PROJETS DE PLANS BUDGÉTAIRES POUR 2015

Le 28 novembre, la Commission européenne a publié ses avis relatifs aux projets de plans budgétaires pour 2015 des pays de la zone euro non soumis à un programme. Les avis comportent une évaluation de la conformité des programmes présentés par les gouvernements, tels que définis dans les projets de plans budgétaires, avec les exigences du Pacte de stabilité et de croissance et du suivi donné aux orientations définies par le Conseil européen dans ses recommandations spécifiques par pays, adoptées le 8 juillet ¹.

Dans ses avis relatifs aux projets de plans budgétaires, la Commission estime que parmi les 16 pays faisant l'objet d'une évaluation, cinq d'entre eux (l'Allemagne, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Slovaquie) ont des projets de budget « conformes » aux dispositions du PSC. Quatre pays (l'Estonie, la Lettonie, la Slovaquie et la Finlande), en revanche, ont des projets de budget considérés comme « globalement conformes » seulement, et les sept derniers présentent,

1 Cf. également l'encadré intitulé *Recommandations spécifiques à chaque pays concernant la politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2014* du *Bulletin mensuel* de septembre 2014. Les recommandations spécifiques par pays concernant la politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2014 invitent neuf des 16 pays de la zone euro à renforcer leurs stratégies budgétaires en 2014. Plus précisément, il a été demandé à ces pays de prendre des mesures supplémentaires afin de remédier au risque de non-conformité avec le PSC.

d'après elle, un «risque de non-conformité» avec le PSC. Il s'agit de l'Espagne, de la France, de Malte et du Portugal, qui font encore l'objet d'une procédure de déficit excessif, ainsi que de l'Italie, de la Belgique et de l'Autriche, dont la procédure de déficit excessif s'est achevée en 2012 (en Italie) et en 2013 (en Belgique et en Autriche). La Commission invite les 11 pays dont les plans ne sont pas pleinement conformes à prendre les mesures nécessaires pour garantir la conformité de leur budget avec le PSC.

Les avis de la Commission reflètent donc la probabilité que l'effort structurel prévu pour 2015 ne permette pas, dans de nombreux pays de la zone euro, de respecter les engagements pris dans le cadre du PSC. Cela résulte, d'une part, de l'absence d'avancées vers les objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) en vertu du volet préventif du PSC et, d'autre part, de l'insuffisance des efforts structurels en vertu du volet correctif de la procédure de déficit excessif. En particulier, selon les prévisions d'automne 2014 de la Commission, dans le cadre du volet préventif, les pays ne durciront que légèrement, de 0,2 point de pourcentage du PIB², leur orientation budgétaire en vue d'atteindre leur OMT, tandis que les pays soumis à une procédure de déficit excessif ne progressent, en moyenne, pas du tout sur la voie de l'assainissement structurel, en dépit de l'effort relativement plus important nécessaire, dans leur cas, pour parvenir à des situations budgétaires soutenables. Enfin, les pays dont les plans sont totalement conformes au PSC et qui dépassent en partie leur objectif budgétaire prévoient d'assouplir légèrement, de 0,1 point de pourcentage en moyenne, leur orientation budgétaire en 2015.

Dans le cas de la France, qui d'après l'évaluation de la Commission n'a pas pris de mesures suivies d'effets dans le cadre de sa procédure de déficit excessif en 2014 et qui ne prévoit plus de respecter la date butoir de 2015 d'après son projet de plan budgétaire, ainsi que dans ceux

Projets de plans budgétaires pour 2015

Avis de la Commission relatif à la conformité des projets de plans budgétaires pour 2015 avec le Pacte de stabilité et de croissance (engagements en vertu du Pacte)	Effort structurel effectif en 2015 (prévisions d'automne 2014 de la CE)	Engagement relatif aux efforts structurels pour 2015 en vertu du Pacte de stabilité et de croissance (en points de pourcentage)
« Conforme »		
Allemagne (volet préventif)	- 0,1	0,0 (objectif à moyen terme)
Luxembourg (volet préventif)	- 0,7	0,0 (objectif à moyen terme)
Pays-Bas (volet préventif)	- 0,3	0,0 (objectif à moyen terme)
Slovaquie (volet préventif)	0,8	0,6
Irlande (date butoir PDE 2015)	0,4	1,9
« Globalement conforme »		
Estonie (volet préventif)	0,1	0,5
Lettonie (volet préventif)	- 0,2	- 0,4 ¹⁾
Slovénie (date butoir PDE 2015)	0,3	0,5
Finlande (volet préventif)	0,0	0,1
« Risque de non-conformité »		
Belgique (volet préventif)	0,4	0,7 (règle de la dette)
Italie (volet préventif)	0,1	2,5 (règle de la dette)
Malte (date butoir PDE 2014)	- 0,2	0,6
Autriche (volet préventif)	0,1	0,6
Espagne (date butoir PDE 2016)	- 0,2	0,8
France (date butoir PDE 2015)	0,1	0,8
Portugal (date butoir PDE 2015)	- 0,3	0,5

Sources : Projets de plans budgétaires pour 2015 (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgplbudgetary_plans/index_fr.htm) et les prévisions de l'automne 2014 de la Commission européenne.

1) La réduction des exigences d'ajustement est établie sur la base des réformes des régimes de retraite et la clause d'investissement.

2) Pour les deux pays soumis au volet préventif (la Belgique et l'Italie), la règle de la dette est actuellement contraignante. Pour ces deux pays, la Commission décidera au printemps 2015 de la nécessité d'entamer une procédure de déficit excessif axée sur la dette.

de l'Italie et de la Belgique, dont les projets de plans budgétaires indiquent une non-conformité à la règle relative à la dette, la Commission examinera début mars 2015 sa position vis-à-vis des obligations dans le cadre du PSC, à la lumière de la finalisation des lois de finances et des précisions attendues sur les programmes de réformes structurelles annoncés par les autorités des pays concernés. S'agissant de la France, si le Conseil confirme son évaluation actuelle de non-conformité au Pacte, cela pourrait finalement conduire à monter d'un cran dans sa procédure de déficit excessif, y compris en recourant à d'éventuelles sanctions. En ce qui concerne la Belgique et l'Italie, si la Commission confirme son évaluation de non-respect de la règle relative à la dette, il lui faudra par la suite rédiger un rapport en vertu de l'article 126 (3) du Traité, qui pourrait mener à une procédure de déficit excessif axée sur la dette, à moins de trouver des circonstances permettant d'atténuer ce non-respect de la référence en matière de dette.

En outre, la Commission estime inappropriée la répartition des finances publiques à l'échelle des pays. Elle souligne que, si les récentes mesures visant à réduire la charge fiscale qui pèse sur le travail vont dans le sens de la nécessaire évolution des finances publiques vers une répartition plus propice à la croissance, peu voire pas de progrès ont été réalisés du point de vue du volet dépenses.

Les réformes structurelles sont actuellement primordiales pour renforcer le potentiel de croissance des économies, mais pour pouvoir être prises en compte dans l'évaluation de la conformité au PSC, elles doivent nécessairement être entièrement conformes aux dispositions existantes du Pacte. Dans le cadre du volet préventif, les coûts budgétaires mesurables des réformes structurelles ayant un effet positif sur la soutenabilité à long terme peuvent être pris en compte. Dans le volet correctif, les réformes structurelles peuvent jouer le rôle de facteur dit pertinent dans la décision d'allonger un délai, mais cela n'est possible que si les deux conditions préalables de mesures suivies d'effets et d'évolutions macroéconomiques défavorables sont remplies.

Le 8 décembre, l'Eurogroupe a invité les États membres dont les projets de plans budgétaires sont globalement conformes aux dispositions du PSC à veiller au respect de ces dispositions dans le cadre de leur procédure budgétaire nationale et a salué leur engagement à prendre des mesures compensatoires le cas échéant. Par ailleurs, l'Eurogroupe a invité les États membres dont les plans présentent un risque de non-conformité avec les règles du volet préventif à prendre, en temps opportun, des mesures supplémentaires pour répondre aux risques pesant sur une convergence adéquate vers leurs objectifs budgétaires à moyen terme et pour respecter la règle relative à la dette. Les pays qui relèvent du volet correctif du PSC, quant à eux, doivent veiller à une correction rapide de leurs déficits excessifs, à une convergence adéquate en direction de leur objectif à moyen terme par la suite, et au respect de la règle relative à la dette. À cette fin, Malte, l'Autriche, la Belgique, l'Italie, la France, le Portugal et l'Espagne se sont engagés à prendre les mesures nécessaires pour combler les écarts identifiés par la Commission, assurant ainsi leur conformité au PSC.

Il est important que l'examen des projets de plans budgétaires fasse l'objet d'un suivi de manière structurée, ce qui nécessite une mise en œuvre intégrale et cohérente du cadre de gouvernance budgétaire et macroéconomique existant de la zone euro.

ARTICLE

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE DÉCEMBRE 2014 POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE L'EUROSISTÈME¹



L'activité économique a été plus faible qu'attendu en début d'année, surtout du fait de l'atonie non anticipée de la progression des investissements et des exportations. La phase actuelle de croissance modeste devrait se poursuivre jusqu'en 2015. Cela étant, plusieurs facteurs externes et internes favorables, au nombre desquels l'orientation très accommodante de la politique monétaire dans la zone euro – renforcée par les mesures conventionnelles et non conventionnelles prises en juin et septembre 2014 – devraient passer au premier plan au cours de l'année 2015, produisant alors une légère accélération de la croissance du PIB en volume. Celle-ci devrait croître de 0,8 % en 2014, 1,0 % en 2015 et 1,5 % en 2016. Ces taux dépassant de plus en plus les estimations de croissance potentielle, l'écart de production se résorbera lentement sur l'horizon de projection, tout en restant négatif en 2016. Par rapport aux projections publiées dans l'édition de septembre 2014 du Bulletin mensuel, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été largement révisées à la baisse.

Dans un futur proche, la hausse de l'IPCH au sein de la zone euro devrait rester faible et ne s'accroître que progressivement sur l'horizon de projection. En moyenne, elle devrait s'élever à 0,5 % en 2014, 0,7 % en 2015 et 1,3 % en 2016. La récente chute des cours du pétrole a considérablement freiné les perspectives d'inflation à court terme. Toutefois, le resserrement progressif de l'écart de production négatif ainsi que les tensions inflationnistes externes croissantes, renforcées par l'abaissement du taux de change de l'euro, devraient favoriser une accélération de la progression de l'IPCH sur l'horizon de projection. Mais la sous-utilisation persistante des capacités productives empêchera un fort regain de l'inflation. Comparées aux projections du Bulletin mensuel de septembre 2014, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été amplement révisées à la baisse.

Le présent article résume les projections macroéconomiques établies pour la zone euro pour la période 2014-2016. Des projections sur un horizon aussi long sont soumises à une incertitude très élevée², il convient de les interpréter avec beaucoup de précautions. Soulignons également que, lors de l'établissement de ces projections, la prise en compte des mesures de politique monétaire non conventionnelles récemment engagées s'est limitée aux variables financières sur lesquelles elles ont déjà influé, les autres canaux de transmission étant laissés de côté. Le scénario de référence sous-estime donc très probablement les effets des programmes de politique monétaire.

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La reprise mondiale devrait continuer de se renforcer, de manière progressive cependant. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'intensifier sur l'horizon de projection, passant de 3,6 % en 2014 à 4,2 % en 2016. Toutefois, la reprise devrait rester inégale d'une région du monde à l'autre. À l'atonie relative de l'activité économique début 2014 a succédé un raffermissement global du rythme de croissance de certaines économies avancées en dehors de la zone euro. En revanche, dans les marchés émergents, cette dynamique est demeurée modeste dans l'ensemble, avec des disparités entre les régions. À plus long terme, l'activité mondiale devrait se redresser progressivement, même si les estimations continuent de tabler sur une reprise timide. Si certaines des principales économies avancées sont moins en proie à des vents contraires, les enjeux structurels croissants et le durcissement des conditions financières ne laissent guère présager que les économies émergentes retrouvent leurs taux de croissance d'avant la crise.

1 Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème apportent une contribution à l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions économiques et des risques pour la stabilité des prix. Des informations sur les procédures et les techniques utilisées pour l'établissement des projections sont fournies dans le document intitulé *A Guide to Eurosystem Staff Macroeconomic Projections Exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et disponible sur le site Internet de la BCE. La date d'arrêt des informations présentées dans cet exercice était le 20 novembre 2014.

2 Cf. l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème* du *Bulletin mensuel* de mai 2013.

Tableau I L'environnement international

(variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2014				Septembre 2014			Révisions depuis septembre 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	- 0,1	- 0,1	- 0,1
Commerce mondial (hors zone euro) ¹⁾	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	- 1,2	- 1,6	- 0,7
Demande extérieure de la zone euro ²⁾	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	- 1,2	- 1,6	- 0,6

Note : Les révisions sont calculées à partir de chiffres non arrondis.

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

2) Calculée comme la moyenne pondérée des importations des partenaires commerciaux de la zone euro.

La dynamique des échanges commerciaux internationaux est restée faible au cours du premier semestre. Cependant, la croissance du commerce mondial a dû atteindre un point bas au second trimestre et devrait s'accélérer sur l'horizon de projection, passant de 2,7 % en 2014 à 5,2 % en 2016 (hors zone euro). À la fin de l'horizon de projection, son élasticité par rapport à l'activité mondiale devrait demeurer moindre que celle observée avant la crise. La demande émanant des principaux partenaires commerciaux de la zone euro devant s'accroître à un rythme moins rapide que celle adressée par le reste du monde, la progression de la demande extérieure de la zone euro devrait être légèrement plus en retrait que celle des échanges mondiaux (cf. tableau 1).

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition du *Bulletin mensuel* de septembre 2014, les perspectives de croissance mondiale ont été légèrement revues à la baisse, les perspectives relatives à la demande extérieure de la zone euro l'étant plus significativement. Les révisions concernant la demande extérieure de la zone euro traduisent des chiffres en recul ainsi qu'une révision à la baisse de l'évolution positive de l'élasticité du commerce international par rapport à l'activité mondiale vers son niveau de long terme, le but recherché étant de tenir compte des erreurs de projection antérieures.

Encadré I

HYPOTHÈSES TECHNIQUES CONCERNANT LES TAUX D'INTÉRÊT, LES TAUX DE CHANGE, LES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ET LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 13 novembre 2014. Les taux à court terme se rapportent au taux Euribor 3 mois, les anticipations des marchés étant établies en fonction des taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à 0,2 % en 2014 et à 0,1 % en 2015 et 2016. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 2,0 % en 2014, 1,8 % en 2015 et 2,1 % en 2016 ¹. Reflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux du marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux composites appliqués aux prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient diminuer quelque peu en 2014 et 2015 avant d'augmenter à nouveau modestement dans le courant de l'année 2016.

¹ L'hypothèse relative aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro est basée sur la moyenne pondérée des rendements des obligations de référence à dix ans, pondérée par les chiffres annuels du PIB et complétée par l'évolution anticipée déterminée à partir de la courbe des taux des emprunts à dix ans de la BCE, à leur valeur nominale, pour l'ensemble des titres, l'écart initial entre les deux séries étant maintenu à un niveau constant sur l'horizon de projection. Les écarts de rendement entre les emprunts publics des différents pays et la moyenne correspondante de la zone euro sont supposés constants sur l'horizon.

Hypothèses techniques

(en pourcentage annuel, en dollars par baril ; variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2014				Septembre 2014			Révisions depuis septembre 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor trois mois	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Rendements des emprunts publics à dix ans	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Cours du pétrole	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Prix des matières premières hors énergie, en dollars	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Cours de change EUR/USD	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Taux de change effectif nominal de l'euro (TEC-20)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Note : Les révisions sont calculées à partir de chiffres non arrondis.

1) Les révisions sont exprimées en pourcentage pour les encours, en écarts pour les taux de croissance et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements des emprunts publics.

S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêté du 13 novembre, le cours du baril de pétrole brut *Brent* devrait revenir de 102,6 dollars au troisième trimestre 2014 à 85,6 dollars en 2015, avant d'atteindre 88,5 dollars en 2016. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux diminuer considérablement en 2014 et 2015 avant d'augmenter à nouveau en 2016².

Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens relevés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêté du 13 novembre 2014. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,33 en 2014 et de 1,25 en 2015 et 2016.

Les hypothèses budgétaires sont basées sur l'exécution budgétaire pendant l'année 2014, les informations que contiennent les lois de Finances – à l'état de projet ou approuvées – pour 2015, les projets de plans budgétaires soumis dans le cadre du semestre européen et les plans budgétaires nationaux à moyen terme disponibles à partir du 20 novembre 2014. Elles tiennent compte de toutes les mesures qui ont déjà été entérinées par les parlements ou qui ont été définies en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif. Dans l'ensemble, les informations relatives à l'exécution budgétaire en 2014 et aux mesures budgétaires prévues pour 2015 supposent une politique budgétaire discrétionnaire globalement neutre à l'échelon européen. Les mesures d'assainissement budgétaire de certains pays sont globalement contrebalancées par des réductions de la fiscalité directe dans plusieurs économies et par des hausses des dépenses.

Par rapport à l'édition de septembre 2014 du *Bulletin mensuel*, les variations des hypothèses techniques comprennent une forte baisse des prix (exprimés en dollars) du pétrole et des matières premières hors énergie, une dépréciation du taux de change effectif de l'euro et des taux d'intérêt à court et long terme plus faibles.

2 Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des matières premières alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au quatrième trimestre 2015 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale. Les prix à la production dans l'UE, exprimés en euros, qui sont désormais utilisés pour les prévisions concernant les prix à la consommation des produits alimentaires, font l'objet d'une projection établie à partir d'un modèle économétrique prenant en compte les évolutions des cours internationaux des matières premières alimentaires.

PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

Les évolutions économiques récentes n'ont pas confirmé la reprise qui était attendue au début de l'année. Le PIB en volume n'a crû que modestement aux deuxième et troisième trimestres 2014, après la dissipation de facteurs temporaires qui avaient stimulé l'activité pendant les trois premiers mois de l'année. Cette activité plus faible que prévu s'est inscrite dans un contexte d'évolution atone du commerce mondial, d'inquiétudes croissantes concernant les perspectives de croissance intérieure – éventuellement alimentées par la stagnation du processus de réforme économique dans certains pays – de tensions géopolitiques persistantes et de rebond de l'investissement résidentiel plus hésitant qu'escompté dans plusieurs pays.

Dans un futur proche, la croissance du PIB en volume devrait rester faible. Les facteurs défavorables qui l'ont entravée plus tôt dans l'année continueront de peser au cours des prochains trimestres. En témoignent les indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, en baisse depuis le printemps et dont les niveaux signalent désormais une poursuite de l'activité à un rythme réduit à court terme. En particulier, l'investissement privé devrait demeurer modéré jusque début 2015.

Plusieurs fondamentaux n'en restent pas moins positifs et propices à la hausse attendue pour 2015 et au-delà. La demande intérieure devrait bénéficier de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que du meilleur fonctionnement du processus de transmission de la politique monétaire – encore renforcé par les mesures conventionnelles et non conventionnelles prises récemment par la BCE –, d'une orientation budgétaire globalement neutre après des années d'important resserrement budgétaire et d'une certaine amélioration des conditions de crédit. En outre, la consommation privée devrait être stimulée par une progression du revenu réel disponible, suscitée en particulier par l'incidence favorable de la baisse des cours des matières premières mais aussi par la croissance, quoique modérée, des salaires et de l'emploi et, dans un contexte de hausse des bénéfices des entreprises, par l'augmentation des autres revenus des ménages (notamment les bénéfices distribués). Qui plus est, l'activité globale sera de plus en plus soutenue sur l'horizon de projection par l'effet positif que devrait avoir un renforcement progressif de la demande extérieure sur les exportations, lui-même entraîné par les répercussions de la dépréciation de l'euro.

Pourtant, il est prévu que la reprise reste timide au regard des évolutions passées, un certain nombre de facteurs continuant à freiner la croissance à moyen terme. Le besoin persistant d'ajustement des bilans des secteurs privé et public ne devrait s'estomper que graduellement sur l'horizon de projection. De plus, le relâchement de la pression exercée sur la consommation privée par les taux élevés de chômage enregistrés dans certains pays devrait être uniquement progressif tandis que de larges capacités inutilisées, dans plusieurs économies, continueront d'entraver les dépenses d'investissement. En moyenne annuelle, la croissance du PIB en volume devrait se situer à 0,8 % en 2014, 1,0 % en 2015 et 1,5 % en 2016.

Si l'on examine plus en détail les composantes de la demande, les dépenses de consommation privée évoluent toujours à un rythme modéré sur l'horizon, du fait d'un rebond du revenu réel disponible. Après plusieurs années de faiblesse prononcée, le revenu réel disponible s'accélérera à la faveur d'une augmentation des revenus du travail (traduisant la progression de l'emploi et une croissance des salaires légèrement plus marquée), d'une contribution accrue des autres revenus des ménages (principalement liés aux bénéfices) et de la faiblesse des cours des matières premières. La consommation privée bénéficiera par ailleurs de l'augmentation du patrimoine net des ménages et des coûts de financement peu élevés.

Se maintenant à des niveaux historiquement bas, le taux d'épargne devrait être uniforme, traduisant en cela des effets contraires : d'une part, les très faibles taux d'intérêt et le recul progressif du chômage auront une incidence baissière ; d'autre part, on constate des effets haussiers liés au fait que, dans

certains pays, les consommateurs puisent moins dans leur épargne lorsque le revenu disponible s'accroît. L'affaiblissement observé de la confiance de ces derniers pourrait renforcer l'épargne de précaution. En outre, dans certains pays, les pressions en faveur du désendettement des ménages demeurent élevées, ce qui comporte d'autres effets haussiers sur le taux d'épargne.

L'investissement résidentiel devrait rester médiocre mais se redresser quelque peu courant 2015, l'activité reprenant dans un contexte de taux hypothécaires faibles et de meilleures conditions de crédit, et le besoin d'ajustement des marchés de l'immobilier s'atténuant progressivement. Cela étant, cet ajustement et/ou la croissance toujours faible du revenu réel disponible continuent de freiner la construction résidentielle dans certains pays. Qui plus est, dans plusieurs économies, les taux hypothécaires historiquement bas pratiqués semblent avoir une incidence moins favorable que prévu.

Plusieurs facteurs devraient stimuler l'investissement des entreprises, à savoir le renforcement progressif attendu de la demande intérieure et extérieure, le très bas niveau des taux d'intérêt, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissements atones, l'amélioration des conditions de crédit ainsi qu'une certaine augmentation des marges bénéficiaires dans le sillage de la reprise de l'activité. De plus, les facteurs défavorables liés aux besoins de désendettement du secteur des entreprises devraient graduellement s'estomper après le recul, ces dernières années, de la dette en proportion du PIB. Toutefois, les niveaux d'endettement restant élevés, les besoins de désendettement pourraient continuer à entraver la croissance.

La progression des investissements des entreprises devrait rester relativement faible dans un futur proche. En dépit des facteurs favorables évoqués plus haut, la confiance des chefs d'entreprise est en baisse ces derniers temps. Certains facteurs défavorables semblent peser lourdement sur l'investissement des entreprises, notamment les conditions financières toujours peu avantageuses – mais en progrès – dans certains pays, les inquiétudes concernant la lenteur des réformes structurelles dans quelques économies et la persistance de tensions géopolitiques. De plus, l'incertitude entourant les perspectives de demande exerce une pression sur l'investissement des entreprises.

La demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'accroître modérément, parallèlement à la reprise de l'activité mondiale. Les exportations hors zone euro augmenteront modérément au second semestre 2014, de façon globalement conforme avec la demande extérieure. Courant 2015, les exportations devraient s'accélérer en ligne avec le renforcement de la demande extérieure et l'incidence favorable de la récente dépréciation de l'euro. Dans l'ensemble, les parts de marché à l'exportation devraient rester inchangées sur l'horizon de projection. Les importations en provenance des pays hors zone euro n'augmenteront que modérément sur l'horizon de projection, reflétant l'atonie de la croissance de la demande dans la zone euro et la baisse du taux de change de l'euro. Les exportations nettes devraient contribuer de façon positive, quoique modeste, à la croissance du PIB en volume vers la fin de l'horizon de projection. L'excédent courant croîtra durant la période de projection, atteignant 2,4 % du PIB en 2016.

La croissance de l'emploi a récemment traversé une phase d'accélération relativement forte et rapide. Ce redressement a été observé dès la mi-2013, en termes d'heures travaillées d'abord et d'unités par la suite. Au second trimestre 2014, les effectifs employés étaient en hausse de 0,4 % en glissement annuel, contre une croissance de 0,8 % du PIB en volume. Ce rebond assez prompt semble refléter l'incidence à la hausse de la modération salariale relevée dans le passé et, probablement, l'effet positif des récentes réformes des marchés du travail. Grâce à ces réformes – axées notamment sur une décentralisation plus marquée des négociations salariales, une moindre protection de l'emploi et des contrats de travail plus souples – la réaction de l'emploi aux évolutions de la production semble relativement plus rapide et plus forte qu'auparavant, des disparités notables existant toutefois d'un pays à l'autre.

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Décembre 2014				Septembre 2014			Révisions depuis septembre 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB en volume ³⁾	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾	[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾			
Consommation privée	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Consommation publique	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
FBCF	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Exportations ⁵⁾	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Importations ⁵⁾	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Emploi	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Taux de chômage (% de la population active)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
IPCH	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾	[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾			
IPCH hors énergie	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
IPCH hors énergie et prod. alim.	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Rémunération par tête	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Productivité du travail	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Solde budgétaire structurel (% du PIB) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Dettes brutes des adm. publiques (% du PIB)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Solde du compte courant (% du PIB)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) La Lituanie est incluse dans les projections pour 2015 et 2016. Les variations annuelles moyennes en pourcentage pour 2015 sont calculées sur la base d'une composition de la zone euro comprenant la Lituanie dès 2014.

2) Les révisions sont calculées à partir de chiffres non arrondis.

3) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

4) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur le site Internet de la BCE.

5) Y compris les échanges intra-zone euro.

6) Le sous-indice est basé sur des estimations de l'incidence réelle de la fiscalité indirecte. Il peut différer des données d'Eurostat, qui sont fondées sur une répercussion totale et immédiate des effets de la fiscalité sur l'IPCH.

7) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements (pour une description de l'approche du SEBC, cf. *document de travail*, n° 77, BCE, septembre 2001, et *document de travail*, n° 579, BCE, janvier 2007). La projection pour le solde structurel n'est pas établie à partir d'une mesure agrégée de l'écart de production. Dans le cadre de la méthodologie du SEBC, les composantes conjoncturelles sont calculées séparément pour les différents postes de dépenses et de recettes. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques* du *Bulletin mensuel* de mars 2012 et l'encadré intitulé *Le solde budgétaire structurel considéré comme un indicateur de la situation budgétaire sous-jacente*, publié dans le *Bulletin mensuel* de septembre 2014.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait légèrement s'améliorer sur l'horizon de projection. Les effectifs employés devraient poursuivre leur reprise modeste au second semestre 2014 et maintenir ce rythme sur la période considérée. Le redressement de l'emploi est le reflet de la persistance d'un profil de réaction à la reprise de l'activité relativement fort et rapide. La population active devrait augmenter modérément en raison de l'immigration mais aussi parce que l'embellie progressive de la situation sur le marché du travail stimule la participation de certains segments de la population. Le taux de chômage devrait fléchir sur l'horizon de projection tout en restant à des niveaux bien plus élevés qu'avant la crise.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de septembre 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection pour la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse, de 1,0 point de pourcentage, pour 2014-2016. Cette révision est due à des perspectives d'exportations moins favorables, les perspectives relatives à la demande extérieure adressée à la zone euro ayant été considérablement révisées à la baisse, traduisant en cela des chiffres plus faibles et une correction à la baisse de l'évolution positive de l'élasticité du commerce international par rapport à l'activité mondiale vers son niveau de long terme. La révision à la baisse de la croissance tient également à la diminution des investissements des entreprises, liée à la récente perte de confiance et aux inquiétudes croissantes relatives aux perspectives de croissance intérieure. L'investissement résidentiel a lui aussi été substantiellement révisé à la baisse en raison d'un besoin d'ajustement des marchés de l'immobilier qui reste plus fort que prévu dans certains pays mais aussi du fait que l'incidence du niveau historiquement bas des taux hypothécaires semble avoir été surestimée lors des précédents exercices de projection. La consommation privée a également fait l'objet d'une révision à la baisse, traduisant une progression corrigée à la baisse de la rémunération par tête ainsi qu'une faiblesse plus marquée que prévu des bénéfices distribués, dans un environnement économique globalement moins favorable.

Dans le scénario de référence, les mesures de politique monétaire non conventionnelles prises récemment ne sont prises en compte qu'à travers leur incidence sur les données déjà observées et sur les hypothèses financières techniques de marché, à savoir *via* les taux du marché, les cours des actions et le taux de change. Par conséquent, il est possible que ce scénario sous-estime l'effet favorable des récentes mesures de politique monétaire non conventionnelles, d'autres canaux n'étant pas pris en considération (cf. encadré 2).

Encadré 2

L'INCLUSION DES RÉCENTES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLES DANS LES PROJECTIONS

Les programmes d'assouplissement du crédit annoncés le 5 juin et le 4 septembre 2014 comprenaient un éventail de mesures de politique monétaire non conventionnelles mises en œuvre à travers des opérations de crédit (opérations de refinancement à plus long terme ciblées) et des opérations fermes (programme d'achat de titres adossés à des actifs et programme d'achat d'obligations sécurisées).

L'incidence de ces mesures sur les perspectives de croissance et d'inflation n'est traduite dans le scénario de référence que dans la mesure où elles ont déjà influé sur les variables financières, notamment sur les taux d'intérêt, les cours des actions et le taux de change de l'euro. Cette approche technique veut que certains canaux potentiels supplémentaires ne soient pas pris en compte dans ce scénario. Cela vaut notamment pour le canal de transmission directe associé à l'allègement des coûts de financement causé par ces mesures pour les banques de la zone euro. Et aussi pour celui du rééquilibrage des portefeuilles, qui reflète le fait que l'apport de liquidités abondantes qu'implique chacune des trois mesures de politique monétaire pourrait davantage inciter les investisseurs à réduire leurs excès de trésoreries en procédant à des achats et faisant ainsi monter les prix – et donc baisser le rendement – des autres instruments financiers que ceux acquis par la banque centrale.

Dans l'ensemble, le scénario de référence pourrait donc sous-estimer l'effet des programmes de politique monétaire, ce qui représente un risque à la hausse pour les projections de référence en matière de croissance et d'inflation.

PROJECTIONS EN MATIÈRE DE PRIX ET DE COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression de l'IPCH global s'est établie à 0,3 % en novembre 2014. Le bas taux d'inflation actuel traduit des prix de l'énergie contenus dans le contexte des baisses récentes des cours du pétrole brut, de la faible hausse des prix des produits alimentaires et de l'évolution modérée des prix des produits manufacturés hors énergie et des services.

La hausse de l'IPCH devrait rester faible à court terme. Par la suite, elle ne devrait se renforcer que progressivement jusqu'à la fin de l'horizon de projection, pour atteindre un taux de 1,4 % au quatrième trimestre de 2016. Cette accélération de l'inflation mesurée par l'IPCH sur l'horizon de projection devrait découler du resserrement progressif de l'écart de production négatif et des tensions croissantes sur les prix d'origine externe. Ces dernières reflètent notamment une inversion des tensions, qui étaient baissières et sont devenues haussières, provenant des prix des matières premières et des répercussions de la récente dépréciation du cours de change de l'euro.

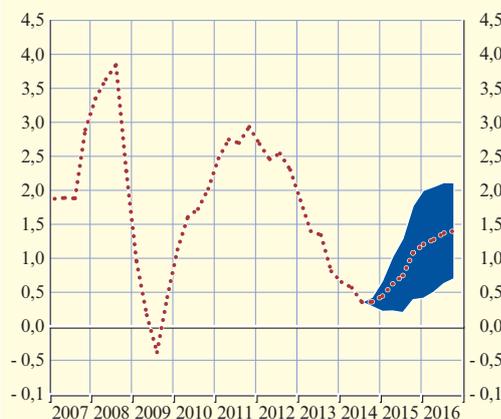
L'atonie persistante de l'économie de la zone euro et l'évolution modérée projetée des cours des matières premières empêcheront un rebond plus substantiel de l'inflation dans la zone. L'écart de production négatif ne devrait se résorber que partiellement d'ici 2016, laissant supposer une progression modeste des salaires et des marges bénéficiaires. Globalement, la hausse de l'IPCH resterait très faible, s'élevant en moyenne à 0,5 % en 2014, 0,7 % en 2015 et 1,3 % en 2016. La hausse de l'IPCH excluant les prix de l'énergie et des produits alimentaires devrait atteindre en moyenne 0,8 % en 2014, 1,0 % en 2015 et 1,3 % en 2016.

Les tensions sur les prix d'origine externe pèsent actuellement sur les perspectives d'inflation mais devraient s'accroître sur l'horizon de projection, sous l'effet du renforcement projeté de la demande mondiale, de l'affaiblissement du cours de change de l'euro et, en 2016, de la hausse attendue des prix des matières premières. Les évolutions des prix hors zone euro ont accru les tensions baissières sur les prix dans la zone euro au cours de la période récente.

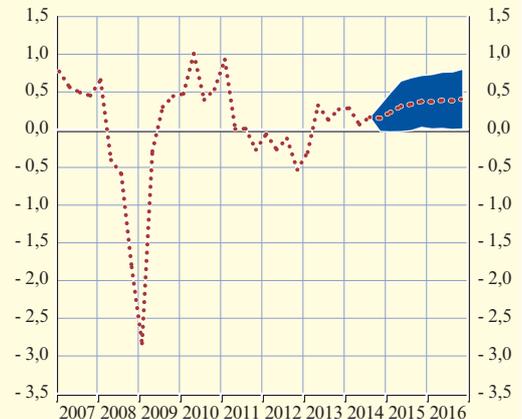
Graphique Projections macroéconomiques ¹⁾

(données trimestrielles)

IPCH de la zone euro
(variations annuelles en pourcentage)



PIB en volume de la zone euro ²⁾
(variations trimestrielles en pourcentage)



1) Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, décembre 2009, disponible sur le site Internet de la BCE.

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

La faible croissance de l'économie mondiale, les baisses des cours du pétrole et des autres matières premières et l'appréciation passée de l'euro ont entraîné des baisses des prix à l'importation dans la zone euro en 2013 et 2014. Dans la période à venir, ces effets s'amenuisant progressivement, le déflateur des prix à l'importation hors zone euro devrait augmenter en 2016.

Les améliorations sur les marchés du travail et l'atténuation de l'atonie économique devraient renforcer faiblement les tensions internes sur les prix sur l'horizon de projection. La progression de la rémunération par personne occupée devrait s'accélérer quelque peu sur l'horizon tout en restant faible, en raison des ajustements en cours et de la modération salariale dans plusieurs pays de la zone euro. L'environnement de faible inflation contribue également aux modestes perspectives des salaires. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait ralentir légèrement sur l'horizon de projection. En effet, le faible regain de croissance de la rémunération par tête est plus que compensé par la hausse plus marquée de la productivité. L'évolution modeste des coûts salariaux unitaires est l'une des principales sources de la projection de faibles tensions internes sur les coûts jusqu'à la fin de l'horizon de projection.

Les marges bénéficiaires (calculées comme l'écart entre le déflateur du PIB aux coûts des facteurs et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre) devraient décroître en 2014, se stabiliser en 2015 et se reconstituer en 2016 grâce au renforcement de l'activité économique et, en particulier, à l'évolution modérée des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de septembre 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection de hausse de l'IPCH global a été revue en baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2014, de 0,4 point pour 2015 et de 0,1 point pour 2016. Ces révisions traduisent essentiellement le repli des cours du pétrole exprimés en euros, certaines récentes évolutions baissières surprenantes des composantes hors énergie et l'incidence de la révision à la baisse des perspectives de croissance. Pour 2016, cette dernière est partiellement compensée par les répercussions à la hausse plus fortes résultant de la progression de la composante énergie de l'IPCH, sous l'effet de la dépréciation du cours de change et d'une inversion à la hausse des prix des contrats à terme sur le pétrole par rapport aux projections de septembre 2014. La progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a également été revue à la baisse, reflétant l'affaiblissement de la dynamique des salaires et des marges bénéficiaires ainsi que les répercussions indirectes de la récente dépréciation du cours de change.

PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

L'orientation des politiques budgétaires sera globalement neutre sur l'horizon de projection. Mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle, elle devrait être légèrement expansionniste en 2014-2015, puis neutre en 2016, contrastant avec le fort resserrement observé les années précédentes.

Le déficit public se contracterait progressivement sur l'horizon de projection. Cette baisse sera soutenue par l'amélioration de la situation conjoncturelle de l'économie de la zone euro. Le solde budgétaire structurel ne devrait quant à lui se redresser que faiblement sur l'horizon, traduisant une politique budgétaire globalement neutre. La dette publique amorcera un recul à partir de 2015, sous l'effet de l'amélioration récente du solde primaire et d'un différentiel charges d'intérêts/croissance plus favorable.

Par rapport à la projection budgétaire publiée dans le *Bulletin mensuel* de septembre 2014, les perspectives de déficit et l'évolution de la dette se sont quelque peu détériorées en raison de perspectives macroéconomiques moins favorables et d'un léger relâchement des politiques budgétaires discrétionnaires. La révision à la baisse du ratio dette/PIB résulte principalement de la mise en œuvre de la nouvelle norme statistique ESA 2010.

ANALYSE DE SENSIBILITÉ

Les projections se fondent largement sur des hypothèses techniques relatives à l'évolution de certaines variables clés. Certaines variables pouvant avoir une forte incidence sur les projections concernant la zone euro, la sensibilité de ces dernières à des trajectoires alternatives de ces hypothèses sous-jacentes peut permettre d'analyser les risques entourant les projections. Le présent encadré étudie l'incertitude concernant trois hypothèses sous-jacentes essentielles et la sensibilité des projections par rapport à ces hypothèses ¹.

1) Une évolution différente des cours du pétrole

Les hypothèses relatives aux cours du pétrole retenues pour les projections actuelles de l'Eurosystème s'appuient sur les anticipations des marchés, mesurées par les cours des contrats à terme. À la date d'arrêt du 13 novembre 2014, sur la base de l'évolution du cours du pétrole induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant cette date, le cours du baril de pétrole brut *Brent* devait baisser de 102,6 dollars au troisième trimestre 2014 à 85,6 dollars en 2015 et remonter à 88,5 dollars en 2016. Après la date d'arrêt, cependant, les cours du pétrole et les contrats à terme se sont repliés davantage dans un environnement d'offre abondante et de demande atone de pétrole, en particulier après la décision prise par l'OPEP le 27 novembre 2014 de maintenir les niveaux de production en vigueur. Le 2 décembre 2014, les contrats à terme laissaient entrevoir une baisse du cours du pétrole brut *Brent* jusqu'à 73,2 dollars en 2015, avant une remontée à 78,1 dollars en 2016, soit des niveaux 14,5 % et 11,7 % inférieurs à ceux compris dans la projection de référence.

Sur la base des modèles macroéconomiques élaborés par l'Eurosystème, il a été estimé que l'évolution différente des cours du pétrole réduirait la hausse de l'IPCH dans la zone euro de 0,4 point de pourcentage par rapport à la projection de référence pour 2015 et de 0,1 point pour 2016. Parallèlement, les nouvelles perspectives d'évolution des cours du pétrole soutiendraient la croissance du PIB en volume à hauteur d'environ 0,1 point de pourcentage tant en 2015 qu'en 2016.

2) Un schéma alternatif d'évolution du taux de change

Le scénario de référence établit l'hypothèse d'un taux de change effectif de l'euro inchangé jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Cela étant, un affaiblissement de l'euro pourrait résulter d'une détérioration des perspectives de croissance dans la zone euro par rapport à l'économie des États-Unis ainsi que des anticipations d'orientations divergentes de la politique monétaire entre les deux économies, impliquant que les marchés tablent sur une période prolongée de bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro et une normalisation accélérée aux États-Unis. Une trajectoire alternative de l'euro, prévoyant une plus forte dépréciation, a été tirée du 25^e percentile de la distribution fournie, le jeudi 13 novembre 2014, par les densités neutres au risque calculées à partir des options pour le taux de change EUR/USD. Cette trajectoire laisse entrevoir une dépréciation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar jusqu'à un taux de change de 1,17 en 2016, soit 6,1 % en deçà de l'hypothèse du scénario de référence. Les hypothèses correspondantes pour le taux de change effectif nominal de l'euro traduisent des observations historiques, dans lesquelles les variations du taux EUR/USD reflètent des variations du taux de change effectif avec une élasticité

¹ Toutes les simulations ont été effectuées en posant comme hypothèse que l'orientation de la politique demeure inchangée et que les autres variables concernant les hypothèses techniques et l'environnement international de la zone euro ne sont pas modifiées.

d'environ 52 %. Cela entraîne une divergence graduelle du taux de change effectif de l'euro par rapport au scénario de référence, s'établissant à 3,9 % en deçà du scénario de référence en 2016. Dans ce scénario, les résultats de différents modèles macroéconomiques élaborés par l'Eurosystème signalent, pour 2015 et 2016, une augmentation de la croissance du PIB en volume, comprise entre 0,1 et 0,3 point de pourcentage, et de l'IPCH, à hauteur de 0,1 à 0,4 point de pourcentage.

3) Mesures supplémentaires d'assainissement budgétaire

Comme il est précisé dans l'encadré 1, les hypothèses relatives aux politiques budgétaires englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements nationaux ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif. Pour la plupart des pays, les mesures incluses dans le scénario de référence des projections sont en retrait par rapport aux exigences d'assainissement budgétaire fixées au titre du volet correctif ou préventif du Pacte de stabilité et de croissance. L'engagement à respecter ces exigences se reflète globalement dans les programmes de stabilité 2014 et dans les documents relatifs aux programmes UE/FMI. Toutefois, les mesures sous-jacentes devant permettre d'atteindre ces objectifs sont souvent soit absentes, soit insuffisamment détaillées. Elles ne sont par conséquent pas prises en compte dans le scénario de référence. Il est donc non seulement nécessaire mais aussi probable que des mesures supplémentaires d'assainissement des finances publiques, par rapport à celles intégrées dans le scénario de référence, soient prises par plusieurs gouvernements d'ici 2016.

Hypothèses sous-jacentes de l'analyse de sensibilité budgétaire

L'analyse de sensibilité budgétaire se fonde sur l'« écart budgétaire » entre les objectifs fixés par les gouvernements et le scénario de référence des projections budgétaires. Pour évaluer l'assainissement budgétaire supplémentaire appelé à être mis en œuvre, il est tenu compte des conditions spécifiques aux différents pays et des informations concernant à la fois l'ampleur et la structure de cet assainissement. Les informations relatives aux pays visent en particulier à appréhender les incertitudes entourant les objectifs budgétaires, la probabilité de mesures d'assainissement supplémentaires ayant une incidence sur la demande globale par opposition à d'autres facteurs de réduction des déficits et les effets de rétroaction macroéconomique associés.

Sur la base de cette approche, certaines mesures additionnelles d'assainissement budgétaire ayant une incidence sur la demande sont considérées comme probables en 2015 et 2016, portant l'effort d'assainissement supplémentaire cumulé à environ 0,2 % du PIB d'ici la fin 2016. S'agissant de la composition de ces mesures budgétaires, l'analyse de sensibilité tente de prendre en compte les profils spécifiques aux pays et aux calendriers des efforts supplémentaires d'assainissement les plus probables. Dans cet exercice, au niveau agrégé de la zone euro, l'assainissement budgétaire est jugé comme portant un peu plus sur les dépenses.

Incidence macroéconomique de l'assainissement budgétaire supplémentaire

Les résultats de la simulation concernant l'incidence de l'analyse de sensibilité budgétaire sur la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH dans la zone euro, effectuée sur la base du nouveau modèle de la BCE couvrant l'ensemble de la zone euro (*ECB's New Area-Wide Model*²), sont résumés dans le tableau ci-dessous.

2 Pour une description du nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro, voir Christoffel (K.), Coenen (G.) et Warne (A.), *The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, document de travail de la BCE, n° 944, octobre 2008.

Estimation de l'incidence macroéconomique de l'assainissement budgétaire supplémentaire sur la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	2014	2015	2016
Objectifs budgétaires des admin. publiques ¹⁾	- 2,7	- 2,2	- 1,7
Projections budgétaires de référence	- 2,6	- 2,5	- 2,2
Assainissement budgétaire (cumulé) supplémentaire ²⁾	0,0	0,0	0,2
Incidence d'un assainissement budgétaire supplémentaire influençant la demande (en points de pourcentage) ³⁾			
Croissance du PIB réel	0,0	0,0	- 0,1
Hausse de l'IPCH	0,0	0,0	0,0

1) Objectifs nominaux figurant dans les documents les plus récents relatifs aux programmes UE/FMI pour les pays concernés ; pour les autres pays, chiffres figurant dans les projets de programme budgétaire, les lois de finances approuvées pour 2015 ou les mises à jour 2014 des programmes de stabilité.

2) Analyse de sensibilité basée sur les évaluations des services de l'Eurosysteme.

3) Écart par rapport au scénario de référence en points de pourcentage pour la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH (tous deux sur une base annuelle). La simulation de l'incidence macroéconomique est effectuée à l'aide du nouveau modèle de la BCE couvrant l'ensemble de la zone euro (*ECB's New Area-Wide Model*).

L'incidence de l'assainissement budgétaire supplémentaire sur la croissance du PIB en volume est limitée en 2014 et 2015 mais devrait représenter environ - 0,1 point de pourcentage en 2016. L'effet sur la hausse de l'IPCH devrait être négligeable sur l'ensemble de l'horizon de projection.

La présente analyse signale donc de faibles risques à la baisse pour le scénario de référence de la projection relative à la croissance du PIB en volume en 2016, étant entendu que toutes les mesures d'assainissement budgétaire prévues ne sont pas intégrées dans le scénario de référence. Dans le même temps, les risques pour la projection d'inflation sont négligeables.

Il convient de noter que cette analyse de sensibilité budgétaire porte exclusivement sur les effets potentiels à court terme d'un probable assainissement budgétaire additionnel. Si même les mesures d'assainissement budgétaire conçues de manière appropriée ont souvent des répercussions négatives à court terme sur la croissance du PIB en volume, des effets positifs s'exercent à plus long terme sur l'activité qu'il n'est pas évident de distinguer sur l'horizon retenu pour cette analyse ³. Dès lors, les résultats de cette analyse ne doivent pas être interprétés comme une remise en cause de la nécessité de procéder, sur l'horizon de projection, à de nouveaux efforts d'assainissement budgétaire. De tels efforts s'imposent en effet en vue de rétablir des finances publiques saines dans la zone euro. Si ces mesures n'étaient pas prises, la valorisation de la dette souveraine pourrait s'en trouver affectée. De plus, cette situation pourrait avoir une incidence défavorable sur la confiance, ce qui freinerait la reprise économique.

³ Pour une analyse plus détaillée des effets macroéconomiques de l'assainissement budgétaire, voir l'article intitulé Les multiplicateurs budgétaires et le calendrier retenu pour procéder à l'assainissement budgétaire, *Bulletin mensuel* de la BCE, avril 2014.

Encadré 4

PRÉVISIONS DES AUTRES INSTITUTIONS

Des prévisions établies pour la zone euro ont été publiées par des organisations internationales et des institutions du secteur privé. Toutefois, ces prévisions ne sont strictement comparables ni entre elles ni avec les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, dans la mesure où elles ont été finalisées à des dates distinctes. En outre, elles s'appuient sur des méthodes différentes (en partie non précisées) pour le calcul des hypothèses relatives aux variables budgétaires, financières et externes, y compris les cours du pétrole et des autres matières premières. Enfin, les méthodes d'ajustement en fonction du nombre de jours ouvrés diffèrent également selon les prévisions (cf. tableau ci-après).

Selon les prévisions des autres institutions actuellement disponibles, la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2014 serait identique à celle qui ressort des projections de l'Eurosystème. Les projections relatives à la croissance du PIB en volume en 2015 et 2016 sont similaires ou légèrement supérieures à celles de l'Eurosystème. La hausse annuelle moyenne de l'IPCH en 2014 serait identique à celle des projections de l'Eurosystème. Les projections de la plupart des autres institutions concernant la hausse de l'IPCH en 2015 sont légèrement supérieures à celles de l'Eurosystème. Pour 2016, la hausse moyenne de l'IPCH s'établirait, selon les autres projections disponibles, entre 1,0 % et 1,5 %, contre 1,3 % projeté par l'Eurosystème. Actuellement, toutes les prévisions disponibles pour 2015 et 2016 se situent à l'intérieur des intervalles de projection de l'Eurosystème indiqués dans le tableau.

Comparaison des prévisions relatives à la croissance du PIB en volume et à la progression de l'IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	Date de publication	Croissance du PIB			Hausse de l'IPCH		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projections des services de l'Eurosystème	Décembre 2014	0,8 [0,7-0,9]	1,0 [0,4-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	0,5 [0,5-0,5]	0,7 [0,2-1,2]	1,3 [0,6-2,0]
Commission européenne	Novembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OCDE	Novembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Baromètre de la zone euro	Novembre 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Consensus économique	Novembre 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP)	Novembre 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
FMI	Octobre 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Sources : *Prévisions économiques européennes* de la Commission européenne (automne 2014) ; *FMI, Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2014 ; *Perspectives économiques* de l'OCDE, novembre 2014 ; *Consensus économique* ; *MJEconomics* ; enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Note : les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et les prévisions établies par l'OCDE indiquent des taux de croissance annuels corrigés du nombre de jours ouvrés, alors que la Commission européenne et le FMI annoncent des taux de croissance annuels non corrigés. Les autres prévisions ne précisent pas sur quelle base elles sont fondées.

STATISTIQUES DE LA ZONE EURO

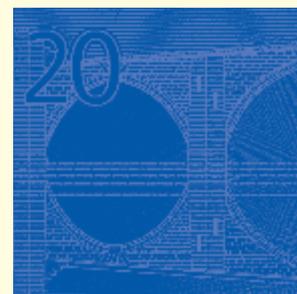


TABLE DES MATIÈRES ¹

VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro

S5

I STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

2 STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

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

3 COMPTES DE LA ZONE EURO

3.1	Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels	S26
3.2	Ménages	S30
3.3	Sociétés non financières	S31
3.4	Sociétés financières	S32
3.5	Ménages et sociétés non financières, indicateurs synthétiques	S33

4 MARCHÉS FINANCIERS

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

5 PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

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

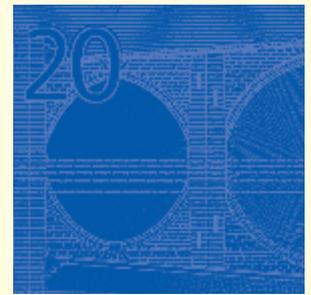
1) De plus amples informations peuvent être obtenues à l'adresse suivante : statistics@ecb.europa.eu. Se reporter à la page *Statistical Data Warehouse* (entrepôt de données statistiques) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) pour des séries plus longues et des données plus détaillées.

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

À partir de début septembre 2014, les statistiques européennes ont été modifiées dans le respect de normes statistiques actualisées, à savoir le Système européen des comptes (SEC) 2010 et la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale* du FMI (MBP6). Ce changement aura une incidence sur un grand nombre des indicateurs macroéconomiques les plus importants, comme le PIB, le compte de transactions courantes, les déficits publics et les indicateurs relatifs à la dette spécifiques à chaque secteur. Les modifications concerneront le chapitre 3 et les chapitres 5 à 9 de la présente annexe statistique. Pour des informations plus détaillées sur les nouvelles normes et leur mise en œuvre dans les différents domaines statistiques, veuillez vous reporter à l'article intitulé *Nouvelles normes internationales en matière de statistiques – Améliorations de la méthodologie et de la disponibilité des données* du *Bulletin mensuel* d'août 2014. Des explications et des documents complémentaires sont disponibles sur le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/stats/accl/ESA2010/html/index.en.html> s'agissant du SEC 2010 et à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html> en ce qui concerne le MBP6. Pour le SEC 2010, cf. également les informations disponibles sur le site internet d'Eurostat http://lepp.eurostat.ec.europa.eu/portal/pagelportal/lesa_2010/introduction

Conventions utilisées dans les tableaux

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



VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

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

1. Évolutions monétaires et taux d'intérêt ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2), 3)}	M3 ^{2), 3)} Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques ²⁾	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM ²⁾	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période)	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,57	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	0,9	0,22	2,24
2013 T4	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,3	0,24	2,24
2014 T1	6,0	2,4	1,2	-	-2,3	-1,3	0,30	1,82
2014 T2	5,3	2,1	1,1	-	-1,9	-1,8	0,30	1,44
2014 T3	5,8	2,6	2,0	-	-1,5	-0,8	0,16	1,06
2014 Juin	5,4	2,4	1,6	1,5	-1,8	-1,3	0,24	1,44
2014 Juillet	5,6	2,5	1,8	1,8	-1,6	-0,3	0,21	1,34
2014 Août	5,9	2,7	2,0	2,1	-1,5	-0,8	0,19	1,03
2014 Septembre	6,2	3,0	2,5	2,3	-1,2	-1,3	0,10	1,06
2014 Octobre	6,2	2,7	2,5	.	-1,1	.	0,08	0,96
2014 Novembre	.	.	.	.	.	.	0,08	0,80

2. Prix, production, demande et marché du travail

	IPCH ¹⁾	Prix à la production	Coûts horaires de main-d'œuvre	PIB en volume (données cvs)	Production industrielle (hors construction)	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (%)	Emploi (données cvs)	Chômage (% de la population active ; données cvs)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	2,0	-0,7	-2,5	78,6	-0,5	11,3
2013	1,4	-0,2	1,4	-0,5	-0,7	78,3	-0,8	12,0
2014 T1	0,7	-1,6	0,6	1,0	1,3	79,8	0,0	11,8
2014 T2	0,6	-1,1	1,2	0,8	1,0	79,7	0,4	11,6
2014 T3	0,4	-1,4	.	0,8	0,6	80,0	.	11,5
2014 Juin	0,5	-0,9	-	-	0,3	-	-	11,6
2014 Juillet	0,4	-1,3	-	-	1,6	79,9	-	11,6
2014 Août	0,4	-1,4	-	-	-0,5	-	-	11,5
2014 Septembre	0,3	-1,4	-	-	0,6	-	-	11,5
2014 Octobre	0,4	-1,3	-	-	.	80,0	-	11,5
2014 Novembre	0,3	.	-	-	.	-	-	.

3. Statistiques extérieures

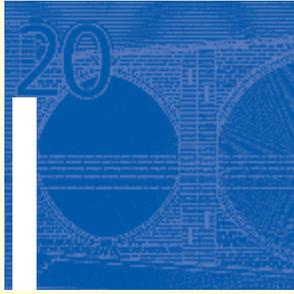
(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire)

	Balance des paiements (flux nets)			Avoirs de réserve (encours, en fin de période)	Position extérieure nette (en % du PIB)	Dette extérieure brute (en % du PIB)	Taux de change effectif de l'euro : TCE-20 ⁵⁾ (indice T1 1999 = 100)		Taux de change EUR/USD
	Comptes de transactions courantes et de capital	Biens	Investissements directs et de portefeuille cumulés				Nominal	Réel (sur la base de l'IPC)	
2012	.	132,3	.	689,4	.	.	97,9	95,6	1,2848
2013	218,4	206,4	39,2	542,1	-13,5	114,2	101,7	98,9	1,3281
2013 T4	89,4	57,2	-9,5	542,1	-13,5	114,2	103,1	100,0	1,3610
2014 T1	40,8	43,4	-18,5	570,6	-12,5	116,0	103,9	100,7	1,3696
2014 T2	48,7	60,4	-34,9	583,1	-10,7	116,8	103,8	100,1	1,3711
2014 T3	83,7	53,9	52,4	597,0	-	.	101,6	97,9	1,3256
2014 Juin	22,8	21,1	-2,9	583,1	-	-	103,0	99,3	1,3592
2014 Juillet	33,5	23,6	-12,0	585,1	-	-	102,6	98,8	1,3539
2014 Août	18,6	9,8	7,1	594,1	-	-	101,9	98,2	1,3316
2014 Septembre	31,7	20,5	57,3	597,0	-	-	100,4	96,7	1,2901
2014 Octobre	.	.	.	585,9	-	-	99,6	95,7	1,2673
2014 Novembre	.	.	.	.	-	-	99,5	95,6	1,2472

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) 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	31 octobre 2014	7 novembre 2014	14 novembre 2014	21 novembre 2014	28 novembre 2014
Avoirs et créances en or	334 532	334 532	334 532	334 532	334 530
Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro	262 933	261 379	263 159	264 449	264 250
Créances en devises sur les résidents de la zone euro	27 904	28 077	28 020	28 064	28 764
Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro	22 340	22 148	22 608	19 702	18 668
Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	527 627	502 816	496 721	498 964	513 786
Opérations principales de refinancement	118 152	98 189	98 421	102 587	114 304
Opérations de refinancement à plus long terme	408 472	404 622	398 190	396 240	398 800
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	1 003	4	110	3	682
Appels de marge versés	0	0	0	133	0
Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro	59 831	57 694	56 042	60 956	58 112
Titres en euros émis par les résidents de la zone euro	557 088	560 547	563 038	563 441	570 243
Titres détenus à des fins de politique monétaire	192 933	195 562	198 048	198 964	204 161
Autres titres	364 154	364 985	364 989	364 477	366 082
Créances en euros sur les administrations publiques	26 727	26 727	26 727	26 727	26 727
Autres actifs	233 088	235 817	237 308	236 330	238 812
Total de l'actif	2 052 070	2 029 737	2 028 156	2 033 165	2 053 892
2. Passif					
Billets en circulation	975 233	977 197	976 902	975 135	981 008
Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	250 027	225 181	212 688	197 579	244 076
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	211 585	183 130	187 042	175 536	208 255
Facilité de dépôt	38 415	42 032	25 627	22 023	35 817
Reprises de liquidité en blanc	0	0	0	0	0
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Appels de marge reçus	27	19	19	19	4
Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	4 781	4 400	4 521	4 751	4 720
Certificats de dette émis	0	0	0	0	0
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	93 070	93 738	103 366	120 757	92 300
Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro	39 122	40 476	39 659	41 140	39 859
Engagements en devises envers les résidents de la zone euro	1 346	1 290	1 115	1 119	1 113
Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro	6 282	5 343	6 682	6 850	6 288
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	55 494	55 494	55 494	55 494	55 494
Autres passifs	215 866	215 768	216 880	219 491	219 484
Comptes de réévaluation	315 537	315 537	315 537	315 537	315 537
Capital et réserves	95 313	95 313	95 313	95 313	94 013
Total du passif	2 052 070	2 029 737	2 028 156	2 033 165	2 053 892

Source : BCE.

1.2 Taux directeurs de la BCE

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

	Avec effet à compter du ¹⁾ :	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement			Facilité de prêt marginal	
		Niveau 1	Variation 2	Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable	Variation 5	Niveau 6	Variation 7
				Taux fixe	Taux de soumission minimal			
		Niveau 3	Niveau 4					
1999	4 janvier ²⁾	2,75	0,75	3,00	–	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	–	...	4,50	1,25
	9 avril	1,50	-0,50	2,50	–	-0,50	3,50	-1,00
	5 novembre	2,00	0,50	3,00	–	0,50	4,00	0,50
2000	4 février	2,25	0,25	3,25	–	0,25	4,25	0,25
	17 mars	2,50	0,25	3,50	–	0,25	4,50	0,25
	28 avril	2,75	0,25	3,75	–	0,25	4,75	0,25
	9 juin	3,25	0,50	4,25	–	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	–	4,25	...	5,25	...
	1 ^{er} septembre	3,50	0,25	–	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 octobre	3,75	0,25	–	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mai	3,50	-0,25	–	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 août	3,25	-0,25	–	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 septembre	2,75	-0,50	–	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 novembre	2,25	-0,50	–	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 décembre	1,75	-0,50	–	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mars	1,50	-0,25	–	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 juin	1,00	-0,50	–	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 décembre	1,25	0,25	–	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mars	1,50	0,25	–	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 juin	1,75	0,25	–	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 août	2,00	0,25	–	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 octobre	2,25	0,25	–	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 décembre	2,50	0,25	–	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mars	2,75	0,25	–	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 juin	3,00	0,25	–	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 juillet	3,25	0,25	–	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 octobre	2,75	-0,50	–	–	–	4,75	-0,50
	9 ⁴⁾	3,25	0,50	–	–	–	4,25	-0,50
	15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	–	-0,50	4,25	...
	12 novembre	2,75	-0,50	3,25	–	-0,50	3,75	-0,50
	10 décembre	2,00	-0,75	2,50	–	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 janvier	1,00	-1,00	2,00	–	-0,50	3,00	...
	11 mars	0,50	-0,50	1,50	–	-0,50	2,50	-0,50
	8 avril	0,25	-0,25	1,25	–	-0,25	2,25	-0,25
	13 mai	0,25	...	1,00	–	-0,25	1,75	-0,50
2011	13 avril	0,50	0,25	1,25	–	0,25	2,00	0,25
	13 juillet	0,75	0,25	1,50	–	0,25	2,25	0,25
	9 novembre	0,50	-0,25	1,25	–	-0,25	2,00	-0,25
	14 décembre	0,25	-0,25	1,00	–	-0,25	1,75	-0,25
2012	11 juillet	0,00	-0,25	0,75	–	-0,25	1,50	-0,25
2013	8 mai	0,00	...	0,50	–	-0,25	1,00	-0,50
	13 novembre	0,00	...	0,25	–	-0,25	0,75	-0,25
2014	11 juin	-0,10	-0,10	0,15	–	-0,10	0,40	-0,35
	10 septembre	-0,20	-0,10	0,05	–	-0,10	0,30	-0,10

Source : BCE.

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

1.3 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres ^{1), 2)} (montants en millions d'euros ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

1. Opérations principales de refinancement et de refinancement à plus long terme ³⁾

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
				Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Opérations principales de refinancement								
2014 27 aout.	131 762	135	131 762	0,15	–	–	–	7
3 sept.	111 199	124	111 199	0,15	–	–	–	7
10	110 702	144	110 702	0,05	–	–	–	7
17	105 689	138	105 689	0,05	–	–	–	7
24	90 307	135	90 307	0,05	–	–	–	7
1 oct.	89 075	131	89 075	0,05	–	–	–	7
8	84 212	139	84 212	0,05	–	–	–	7
15	82 518	132	82 518	0,05	–	–	–	7
22	92 918	144	92 918	0,05	–	–	–	7
29	118 152	187	118 152	0,05	–	–	–	7
5 nov.	98 189	152	98 189	0,05	–	–	–	7
12	98 421	151	98 421	0,05	–	–	–	7
19	102 588	148	102 588	0,05	–	–	–	7
26	114 304	175	114 304	0,05	–	–	–	7
3 déc.	98 046	153	98 046	0,05	–	–	–	7
Opérations de refinancement à plus long terme ⁵⁾								
2014 9 avril	28 023	35	28 023	0,25	–	–	–	35
2 mai	13 193	97	13 193	0,19	–	–	–	90
14	32 335	54	32 335	0,25	–	–	–	28
29	10 949	89	10 949	0,16	–	–	–	91
11 juin	9 970	44	9 970	0,15	–	–	–	28
26	10 386	84	10 386	0,13	–	–	–	91
31 juillet	6 786	91	6 786	0,10	–	–	–	91
28 août	7 244	72	7 244	0,06	–	–	–	91
24 sept. ⁶⁾	82 602	255	82 602	0,15	–	–	–	1 463
25 ⁷⁾	10 971	90	10 971	.	–	–	–	84
30 oct. ⁷⁾	10 161	102	10 161	.	–	–	–	91
27 nov. ⁷⁾	18 348	96	18 348	.	–	–	–	91

2. Autres opérations par voie d'appels d'offres

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable				Durée (en nombre de jours)	
					Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 12 mars	Reprise de liquidité en blanc	219 077	159	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7	
19	Reprise de liquidité en blanc	223 227	160	175 500	–	–	0,25	0,22	0,21	7	
26	Reprise de liquidité en blanc	180 901	138	175 500	–	–	0,25	0,25	0,22	7	
2 avril	Reprise de liquidité en blanc	199 721	152	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7	
9	Reprise de liquidité en blanc	192 515	156	172 500	–	–	0,25	0,24	0,22	7	
16	Reprise de liquidité en blanc	153 364	139	153 364	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
23	Reprise de liquidité en blanc	166 780	139	166 780	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
30	Reprise de liquidité en blanc	103 946	121	103 946	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
7 may	Reprise de liquidité en blanc	165 533	158	165 533	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
14	Reprise de liquidité en blanc	144 281	141	144 281	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
21	Reprise de liquidité en blanc	137 465	148	137 465	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
28	Reprise de liquidité en blanc	102 878	119	102 878	–	–	0,25	0,25	0,25	7	
4 juin	Reprise de liquidité en blanc	119 200	140	119 200	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
11	Reprise de liquidité en blanc	108 650	122	108 650	–	–	0,15	0,15	0,13	7	

Source : BCE.

- 1) Les montants indiqués peuvent différer légèrement de ceux figurant dans la section 1.1, en raison de l'existence d'opérations ayant donné lieu à des adjudications, mais non encore réglées.
- 2) Avec effet à compter d'avril 2002, les opérations d'appels d'offres scindés, c'est-à-dire les opérations d'une durée d'une semaine réalisées selon des procédures d'appels d'offres normaux parallèlement à une opération principale de refinancement, font partie des opérations principales de refinancement.
- 3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seront effectuées selon des procédures d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal est le taux d'intérêt minimal auquel les contreparties peuvent présenter leurs soumissions. Le 8 octobre 2008, la BCE a annoncé qu'à compter de l'opération devant être réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seront effectuées selon une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Le 4 mars 2010, la BCE a décidé de revenir à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières assorties d'une échéance de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication a eu lieu le 28 avril 2010 et dont le règlement est intervenu le 29 avril 2010.
- 4) Pour les opérations d'apport (de retrait) de liquidité, le taux marginal est le taux le plus bas (le plus haut) auquel les soumissions ont été acceptées.
- 5) S'agissant des opérations réglées le 22 décembre 2011 et le 1^{er} mars 2012, après un an les contreparties auront la possibilité de rembourser à leur convenance une partie de la liquidité qui leur a été allouée au cours de l'opération, à toute date coïncidant avec le jour de règlement d'une opération principale de refinancement.
- 6) Opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Pour plus d'informations, cf. la section *Monetary policy* du site internet de la BCE (<https://www.ecb.europa.eu>), à la rubrique « Instruments » puis « Open market operations ».
- 7) Lors de cette opération de refinancement à plus long terme, le taux auquel la totalité des soumissions a été servie était indexé à la moyenne des taux de soumission minimums des opérations principales de refinancement pour toute la durée de l'opération. Les taux d'intérêt correspondant à ces opérations de refinancement à plus long terme indexées ont été arrondis à deux décimales. Pour plus de précisions sur la méthode de calcul, se reporter aux notes techniques.

1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité

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

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

Assiette des réserves à fin :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif ¹⁾			Engagements soumis à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts à vue et dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis > à 2 ans	Titres en pension	Titres de créance d'une durée > à 2 ans
	1	2	3	4	5	6	
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5	
2011	18 970,0	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8	
2012	18 564,7	9 971,7	637,5	2 583,9	1 163,1	4 208,4	
2013	17 847,1	9 811,6	518,8	2 447,1	1 152,6	3 917,1	
2014 Mai	18 077,2	10 002,9	543,9	2 356,2	1 270,3	3 903,9	
Juin	17 990,3	10 022,5	546,3	2 342,3	1 208,3	3 870,9	
Juillet	18 038,7	10 030,9	550,1	2 326,6	1 295,5	3 835,6	
Août	17 417,3	10 055,1	561,8	1 654,3	1 303,8	3 842,3	
Septembre	18 100,5	10 135,5	555,6	2 305,8	1 250,4	3 853,2	

2. Constitution des réserves

Période de constitution prenant fin en :	Réserves à constituer	Comptes courants des établissements de crédit	Excédents de réserves	Déficits de réserves	Taux de rémunération des réserves obligatoires
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 8 juillet	104,4	214,3	109,8	0,0	0,15
12 août	105,0	210,2	105,2	0,0	0,15
9 septembre	105,2	210,1	104,9	0,0	0,15
7 octobre	105,3	192,6	87,3	0,0	0,05
11 novembre	105,7	188,3	82,8	0,0	0,05
9 décembre	106,5	.	.	.	.

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											
	Avoirs nets de l'Euro-système en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Facilité de prêt marginal	Autres opérations d'apport de liquidité ²⁾	Facilité de dépôt	Autres opérations de retrait de liquidité ³⁾	Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème	Autres facteurs (net)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1 073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2012	708,0	74,0	1 044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1 631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4
2014 10 juin	536,8	148,1	507,8	0,1	215,9	28,3	126,0	951,0	111,5	-0,4	192,3	1 171,6
8 juillet	540,0	111,7	460,1	0,1	209,0	23,9	27,2	958,1	110,0	-12,5	214,3	1 196,3
12 août	547,6	106,6	414,7	0,3	202,2	24,6	0,0	967,6	92,4	-23,6	210,2	1 202,5
9 septembre	547,8	114,7	387,4	0,2	196,3	25,2	0,0	971,8	66,2	-27,0	210,1	1 207,1
7 octobre	552,1	98,9	398,2	0,2	194,7	24,3	0,0	971,3	78,4	-22,5	192,6	1 188,2
11 novembre	562,0	95,2	412,5	0,3	193,3	31,0	0,0	973,6	76,1	-5,7	188,3	1 192,8

Source : BCE.

1) 1 % à compter de la période de constitution des réserves débutant le 18 janvier 2012, et 2 % pour l'ensemble des périodes de constitution précédentes.

2) Dont la liquidité fournie dans le cadre des programmes d'achat d'obligations sécurisées et du Programme pour les marchés de titres de l'Eurosystème.

3) Dont la liquidité absorbée dans le cadre des opérations de swaps de change de l'Eurosystème.

 Pour de plus amples informations, se reporter à : <http://www.ecb.europa.eu/mopol/qlhtml/index.en.html>



STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

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

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro				Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro				Titres de fonds d'investissement monétaires ²⁾	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs
		Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM	Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosystème														
2012	5 288,1	3 351,2	16,9	1,0	3 333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	–	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4 073,0	2 283,2	15,0	1,2	2 267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	–	25,0	632,4	8,3	408,7
2014 T2	3 735,9	1 897,2	13,6	1,2	1 882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	–	27,0	675,0	8,1	422,3
T3	3 722,6	1 867,2	13,6	1,2	1 852,4	698,0	562,8	14,5	120,6	–	26,7	688,3	8,1	434,2
2014 Juillet	3 654,1	1 815,5	13,6	1,2	1 800,7	699,3	564,3	14,2	120,7	–	26,5	680,3	8,1	424,5
Août	3 673,8	1 830,6	13,6	1,2	1 815,8	695,3	560,2	14,3	120,9	–	26,7	686,1	8,1	426,9
Sept.	3 722,6	1 867,2	13,6	1,2	1 852,4	698,0	562,8	14,5	120,6	–	26,7	688,3	8,1	434,2
Oct. ^(p)	3 693,3	1 852,8	13,6	1,2	1 837,9	691,7	555,2	15,6	120,9	–	26,6	678,7	8,2	435,4
IFM hors Eurosystème														
2012	32 694,8	17 987,2	1 153,4	11 043,4	5 790,4	4 901,8	1 627,0	1 423,3	1 851,6	66,8	1 227,8	4 045,7	214,7	4 250,9
2013	30 442,9	16 981,3	1 082,3	10 648,4	5 250,6	4 673,4	1 694,3	1 335,8	1 643,3	58,1	1 232,5	3 854,3	210,6	3 432,7
2014 T2	30 730,0	16 887,3	1 087,3	10 604,7	5 195,3	4 693,0	1 808,5	1 302,7	1 581,8	45,4	1 236,7	4 076,4	203,2	3 588,1
T3	31 195,3	16 819,6	1 085,6	10 578,7	5 155,4	4 673,3	1 840,3	1 283,1	1 549,8	44,1	1 239,3	4 300,7	204,0	3 914,2
2014 Juillet	30 890,7	16 869,5	1 096,6	10 572,1	5 200,9	4 673,1	1 800,5	1 307,0	1 565,6	43,3	1 238,1	4 173,0	203,5	3 690,2
Août	31 097,2	16 806,6	1 086,0	10 535,1	5 185,5	4 680,4	1 831,1	1 295,9	1 553,4	47,1	1 236,3	4 190,1	203,5	3 933,1
Sept.	31 195,3	16 819,6	1 085,6	10 578,7	5 155,4	4 673,3	1 840,3	1 283,1	1 549,8	44,1	1 239,3	4 300,7	204,0	3 914,2
Oct. ^(p)	31 161,0	16 781,8	1 093,5	10 553,9	5 134,4	4 652,2	1 867,6	1 272,7	1 511,8	43,5	1 231,7	4 289,5	204,8	3 957,7

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts des résidents de la zone euro				Titres de fonds d'investissement monétaires ²⁾	Titres de créance émis ⁴⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs
			Total	Administration centrale	Autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosystème											
2012	5 288,1	938,2	3 062,2	81,4	64,5	2 916,4	–	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4 073,0	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	–	0,0	406,3	202,2	477,8
2014 T2	3 735,9	986,1	1 652,4	101,1	50,0	1 501,4	–	0,0	459,4	148,7	489,2
T3	3 722,6	998,3	1 596,9	51,0	39,4	1 506,4	–	0,0	479,6	143,0	504,8
2014 Juillet	3 654,1	996,3	1 564,8	98,2	45,9	1 420,7	–	0,0	464,4	136,4	492,1
Août	3 673,8	998,1	1 566,2	63,8	37,4	1 465,0	–	0,0	473,8	140,7	495,0
Sept.	3 722,6	998,3	1 596,9	51,0	39,4	1 506,4	–	0,0	479,6	143,0	504,8
Oct. ^(p)	3 693,3	1 002,2	1 579,7	52,9	47,1	1 479,7	–	0,0	469,1	133,8	508,7
IFM hors Eurosystème											
2012	32 694,8	–	17 195,3	169,6	10 870,4	6 155,3	534,7	4 848,9	2 344,0	3 494,8	4 277,2
2013	30 442,9	–	16 646,2	152,5	10 940,5	5 553,1	462,9	4 352,6	2 398,6	3 106,7	3 476,1
2014 T2	30 730,0	–	16 725,3	214,9	10 984,5	5 525,9	437,6	4 236,3	2 455,1	3 226,1	3 649,7
T3	31 195,3	–	16 648,7	189,6	11 025,3	5 433,8	458,5	4 197,4	2 490,1	3 434,4	3 966,2
2014 Juillet	30 890,7	–	16 716,1	194,6	10 986,7	5 534,8	452,3	4 210,5	2 462,9	3 301,6	3 747,3
Août	31 097,2	–	16 695,9	182,7	11 036,7	5 476,5	459,8	4 195,7	2 479,5	3 309,5	3 956,9
Sept.	31 195,3	–	16 648,7	189,6	11 025,3	5 433,8	458,5	4 197,4	2 490,1	3 434,4	3 966,2
Oct. ^(p)	31 161,0	–	16 624,0	181,7	11 038,0	5 404,3	472,5	4 121,9	2 479,4	3 431,1	4 032,1

Source : BCE.

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

2.2 Bilan consolidé des IFM de la zone euro ¹⁾

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

1. Actif

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro			Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro			Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs ²⁾
		Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro	Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012	26 251,1	12 214,6	1 170,3	11 044,3	3 629,2	2 195,4	1 433,8	767,0	4 845,6	222,9	4 571,8
2013	24 647,4	11 746,8	1 097,3	10 649,6	3 622,6	2 261,8	1 360,8	792,1	4 486,8	218,9	3 780,2
2014 T2	25 130,8	11 706,8	1 100,9	10 605,9	3 696,2	2 377,9	1 318,3	805,5	4 751,3	211,3	3 959,6
T3	25 682,3	11 679,0	1 099,2	10 579,8	3 700,8	2 403,2	1 297,7	804,2	4 989,0	212,2	4 297,1
2014 Juillet	25 303,0	11 683,4	1 110,1	10 573,3	3 686,1	2 364,8	1 321,3	805,7	4 853,3	211,5	4 063,1
Août	25 536,4	11 635,8	1 099,5	10 536,3	3 701,4	2 391,3	1 310,1	802,7	4 876,2	211,6	4 308,6
Sept.	25 682,3	11 679,0	1 099,2	10 579,8	3 700,8	2 403,2	1 297,7	804,2	4 989,0	212,2	4 297,1
Oct. ^(p)	25 696,2	11 662,2	1 107,1	10 555,1	3 711,2	2 422,8	1 288,3	800,3	4 968,1	213,0	4 341,4
Flux											
2012	90,5	-35,3	-4,6	-30,8	112,1	183,0	-70,9	38,6	-150,0	-14,0	139,1
2013	-1 619,0	-279,2	-73,7	-205,4	-26,6	46,1	-72,7	14,1	-80,8	-2,1	-1 244,5
2014 T2	164,2	-19,6	-6,1	-13,5	-8,9	2,6	-11,5	5,3	68,3	1,4	117,7
T3	335,3	-20,2	-3,7	-16,5	-16,8	7,7	-24,4	0,8	37,9	1,0	332,6
2014 Juillet	137,0	-14,6	7,5	-22,1	-15,4	-17,8	2,4	4,0	61,2	0,3	101,6
Août	190,5	-46,3	-10,6	-35,7	4,1	15,9	-11,8	-3,8	-7,0	0,1	243,4
Sept.	7,8	40,7	-0,6	41,3	-5,4	9,6	-15,0	0,6	-16,3	0,6	-12,4
Oct. ^(p)	42,3	-8,8	6,9	-15,7	14,3	24,8	-10,5	-0,7	-6,0	0,8	42,6

2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts de l'administration centrale	Dépôts des administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	Titres de fonds d'investissement monétaires ³⁾	Titres de créance émis ⁴⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs ²⁾	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM
Encours										
2012	26 251,1	876,8	251,0	10 934,9	467,9	2 853,2	2 396,4	3 793,4	4 729,6	-52,1
2013	24 647,4	921,2	214,8	10 980,7	404,8	2 586,5	2 339,4	3 308,9	3 953,9	-62,6
2014 T2	25 130,8	935,3	315,9	11 034,4	392,2	2 533,2	2 456,4	3 374,8	4 138,9	-50,3
T3	25 682,3	947,0	240,6	11 064,7	414,4	2 526,9	2 507,9	3 577,4	4 471,0	-67,6
2014 Juillet	25 303,0	944,7	292,8	11 032,6	409,0	2 524,2	2 468,4	3 438,0	4 239,4	-46,1
Août	25 536,4	946,8	246,4	11 074,1	412,6	2 521,4	2 493,0	3 450,2	4 451,8	-59,9
Sept.	25 682,3	947,0	240,6	11 064,7	414,4	2 526,9	2 507,9	3 577,4	4 471,0	-67,6
Oct. ^(p)	25 696,2	950,6	234,6	11 085,1	429,1	2 489,2	2 490,4	3 564,9	4 540,7	-88,3
Flux										
2012	90,5	19,5	-5,1	180,5	-18,2	-125,3	156,0	-251,4	151,4	-16,9
2013	-1 619,0	44,4	-37,0	162,2	-46,6	-199,2	78,1	-441,6	-1 187,6	8,3
2014 T2	164,2	18,8	48,8	35,9	-11,6	-20,8	17,1	-43,6	135,2	-15,6
T3	335,3	11,7	-75,6	11,6	9,0	-26,1	46,7	36,9	331,9	-10,9
2014 Juillet	137,0	9,4	-23,1	-4,5	16,9	-17,6	15,2	34,0	102,9	3,9
Août	190,5	2,0	-46,4	37,0	3,7	-3,5	9,7	-5,0	204,9	-12,1
Sept.	7,8	0,3	-6,1	-20,9	-11,6	-5,0	21,8	8,0	24,1	-2,7
Oct. ^(p)	42,3	3,5	-6,1	19,1	14,8	-31,1	0,8	-12,5	78,6	-25,0

Source : BCE.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) En décembre 2010, une modification a été apportée aux modalités d'enregistrement des produits dérivés dans un État membre, ce qui a entraîné un accroissement de cette position.
- 3) Montants détenus par les résidents de la zone euro.
- 4) Les montants émis d'une durée inférieure ou égale à deux ans et détenus par les non-résidents sont compris dans les engagements envers les non-résidents.

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

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

1. Agrégats monétaires ²⁾ et contreparties

	M1		M2	M3 - M2	M3	M3 Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Engagements financiers à long terme	Créances sur les administrations publiques	Créances sur les autres résidents de la zone euro ³⁾		Créances nettes sur les non-résidents ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Prêts	Pour mémoire : prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁵⁾	11	12
Encours												
2012	5 107,5	3 884,8	8 992,3	788,7	9 780,9	-	7 570,1	3 410,8	13 069,5	10 860,0	-	1 029,8
2013	5 391,9	3 814,4	9 206,3	624,3	9 830,6	-	7 304,4	3 407,5	12 709,4	10 546,4	-	1 153,9
2014 T2	5 559,3	3 802,2	9 361,5	602,5	9 964,0	-	7 294,6	3 447,9	12 587,3	10 463,9	-	1 358,3
T3	5 693,8	3 784,0	9 477,8	610,5	10 088,3	-	7 331,6	3 508,9	12 560,8	10 444,0	-	1 420,2
2014 Juillet	5 606,2	3 801,0	9 407,2	607,8	10 015,0	-	7 298,8	3 469,4	12 570,0	10 438,3	-	1 405,3
Août	5 657,0	3 792,0	9 449,0	606,9	10 055,9	-	7 317,2	3 500,5	12 559,4	10 433,7	-	1 416,5
Sept.	5 693,8	3 784,0	9 477,8	610,5	10 088,3	-	7 331,6	3 508,9	12 560,8	10 444,0	-	1 420,2
Oct. ^(p)	5 746,6	3 757,2	9 503,8	630,2	10 134,0	-	7 270,5	3 526,2	12 540,7	10 430,5	-	1 415,3
Flux												
2012	309,5	78,9	388,5	-55,7	332,8	-	-115,3	184,9	-100,6	-69,1	-13,4	99,4
2013	291,7	-67,2	224,5	-123,6	100,9	-	-89,5	-24,5	-304,5	-247,3	-221,1	359,2
2014 T2	68,3	8,0	76,3	0,7	77,0	-	-65,1	-27,6	-50,6	-47,9	7,9	83,8
T3	125,7	-21,9	103,8	3,7	107,5	-	-2,6	41,5	-18,7	-10,4	-10,9	27,9
2014 Juillet	46,6	-2,2	44,3	5,4	49,7	-	-2,5	15,1	-3,6	-15,1	-16,4	35,5
Août	48,9	-9,8	39,1	-1,0	38,1	-	1,4	20,5	-10,9	-3,3	-2,8	-1,5
Sept.	30,3	-9,9	20,4	-0,7	19,7	-	-1,5	5,9	-4,3	8,1	8,3	-6,0
Oct. ^(p)	50,3	-26,9	23,3	19,6	42,9	-	-34,5	21,4	-8,9	-4,4	-3,3	9,9
Taux de croissance												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,6	3,5	3,6	-1,5	5,8	-0,8	-0,6	-0,1	99,4
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	359,2
2014 T2	5,4	-1,8	2,4	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,5	-2,3	-1,8	-1,1	385,4
T3	6,2	-1,6	3,0	-4,4	2,5	2,3	-1,1	-0,5	-1,9	-1,2	-0,6	333,0
2014 Juillet	5,6	-1,8	2,5	-7,0	1,8	1,8	-1,3	-1,8	-2,0	-1,6	-1,0	412,9
Août	5,9	-1,7	2,7	-6,7	2,0	2,1	-1,1	-1,2	-1,9	-1,5	-0,9	379,2
Sept.	6,2	-1,6	3,0	-4,4	2,5	2,3	-1,1	-0,5	-1,9	-1,2	-0,6	333,0
Oct. ^(p)	6,2	-2,1	2,7	-1,0	2,5	.	-1,8	-0,1	-1,7	-1,1	-0,5	305,7

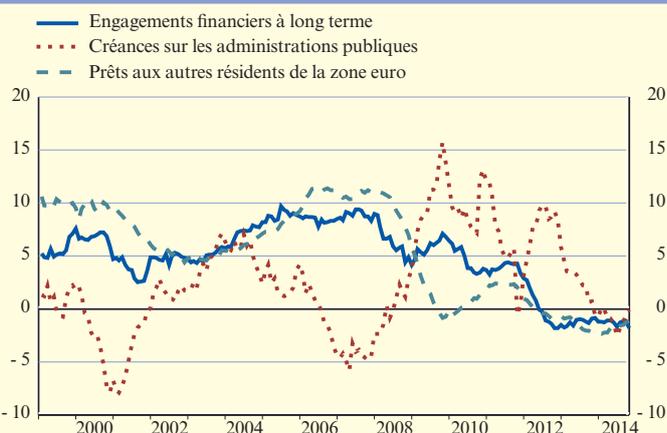
G1 Agrégats monétaires ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



G2 Contreparties ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Engagements monétaires des IFM et de l'administration centrale (Poste, Trésor, etc.) vis-à-vis des résidents non IFM de la zone euro, hors administration centrale. Pour les définitions de M1, M2 et M3, cf. le glossaire.
- 3) Sont exclues les opérations de prise en pension de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.
- 4) Les valeurs indiquées dans la partie relative aux taux de croissance correspondent à la somme des opérations au cours des douze mois se terminant à la période indiquée.
- 5) Données corrigées de la décomptabilisation des prêts dans le bilan des IFM en raison de leur cession ou titrisation.

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

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

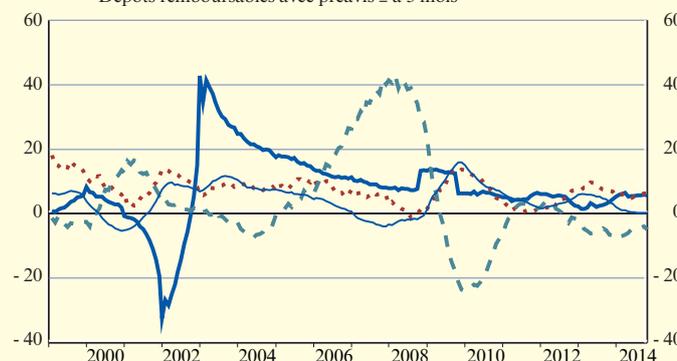
2. Composantes des agrégats monétaires et des engagements financiers à long terme

	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois	Pensions ²⁾	Titres de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > à 3 mois	Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans	Capital et réserves
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012	863,4	4 244,0	1 803,3	2 081,5	125,0	483,1	180,6	2 680,8	106,0	2 395,9	2 387,4
2013	908,8	4 483,2	1 691,2	2 123,2	120,0	417,7	86,5	2 506,3	91,5	2 373,3	2 333,3
2014 T2	931,5	4 627,8	1 671,0	2 131,2	129,7	397,0	75,8	2 455,1	90,1	2 301,8	2 447,6
T3	948,2	4 745,6	1 647,4	2 136,6	122,4	419,2	68,8	2 457,0	92,4	2 278,6	2 503,5
2014 Juillet	936,3	4 669,8	1 669,4	2 131,7	128,6	409,1	70,1	2 453,3	90,7	2 292,7	2 462,1
Août	943,3	4 713,7	1 657,9	2 134,2	128,6	404,2	74,1	2 448,4	91,9	2 289,8	2 487,2
Sept.	948,2	4 745,6	1 647,4	2 136,6	122,4	419,2	68,8	2 457,0	92,4	2 278,6	2 503,5
Oct. ^(p)	949,5	4 797,1	1 624,6	2 132,5	130,7	432,6	66,9	2 420,4	91,8	2 265,6	2 492,6
Flux											
2012	20,0	289,5	-36,0	114,9	-16,9	-20,2	-18,5	-106,4	-10,2	-156,3	157,6
2013	45,3	246,3	-111,1	43,9	-12,0	-48,8	-62,8	-137,6	-14,3	-18,6	81,0
2014 T2	6,7	61,6	2,2	5,8	12,4	-6,0	-5,8	-15,8	-1,0	-54,7	6,4
T3	16,7	109,1	-27,1	5,1	-8,2	8,9	-27,7	3,0	2,3	-28,4	51,1
2014 Juillet	4,8	41,8	-2,6	0,4	-1,3	12,2	-5,5	-10,6	0,6	-10,2	17,7
Août	7,0	41,9	-12,2	2,4	-0,2	-4,8	4,0	-5,5	1,1	-4,5	10,3
Sept.	4,9	25,4	-12,2	2,3	-6,7	1,5	4,5	-11,6	0,6	-13,7	23,1
Oct. ^(p)	1,3	49,0	-22,4	-4,5	8,2	13,6	-2,2	-29,6	-0,6	-11,6	7,4
Taux de croissance											
2012	2,4	7,3	-1,9	5,9	-11,6	-3,9	-9,9	-3,8	-8,8	-6,1	7,0
2013	5,2	5,8	-6,2	2,1	-9,5	-10,4	-37,8	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 T2	5,6	5,4	-4,6	0,5	5,2	-8,2	-25,8	-3,2	-6,8	-3,9	2,5
T3	6,0	6,2	-3,9	0,3	9,7	-2,0	-25,2	-2,7	-1,2	-4,7	4,2
2014 Juillet	5,6	5,6	-4,3	0,2	0,9	-4,0	-28,7	-2,6	-5,1	-4,2	3,3
Août	5,8	5,9	-4,2	0,4	5,9	-5,3	-25,7	-2,3	-2,9	-4,2	3,2
Sept.	6,0	6,2	-3,9	0,3	9,7	-2,0	-25,2	-2,7	-1,2	-4,7	4,2
Oct. ^(p)	5,6	6,3	-4,9	0,2	10,2	1,0	-21,8	-4,3	-0,9	-5,4	4,6

G3 Composantes des agrégats monétaires ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)

- Monnaie fiduciaire
- ... Dépôts à vue
- - - Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans
- Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois



G4 Composantes des engagements financiers à long terme ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)

- Titres de créance d'une durée > à 2 ans
- ... Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans
- - - Capital et réserves



Source : BCE.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Sont exclues les opérations de mise en pension auprès de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

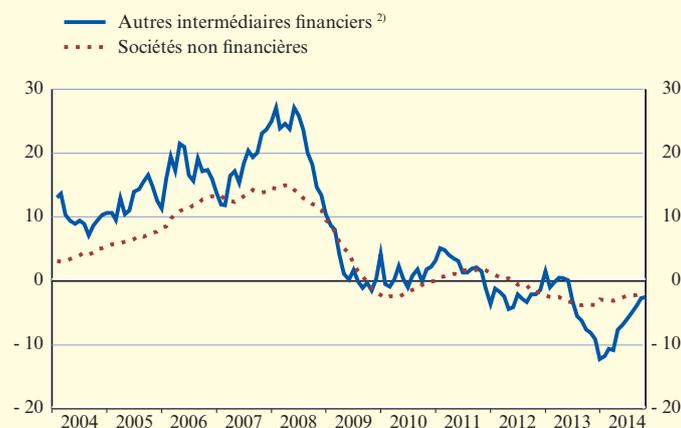
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

3. Prêts en tant que contrepartie de M3

	Sociétés d'assurance et fonds de pension		Autres intermédiaires financiers ²⁾		Sociétés non financières				Ménages ³⁾			
	Total	Total	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁴⁾	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation ⁴⁾	Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
Encours												
2012	89,0	984,3	4 544,6	–	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	–	602,0	3 823,6	816,7
2013	98,3	872,6	4 354,1	–	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	–	573,5	3 851,5	796,4
2014 T2	99,0	867,8	4 306,1	–	1 058,1	734,0	2 514,1	5 191,0	–	570,3	3 835,3	785,4
T3	103,3	861,5	4 284,5	–	1 055,7	726,0	2 502,8	5 194,6	–	567,1	3 844,1	783,4
2014 Juillet	102,1	851,3	4 293,9	–	1 051,2	731,1	2 511,5	5 191,0	–	571,1	3 836,6	783,3
Août	97,8	853,9	4 290,6	–	1 049,4	730,1	2 511,0	5 191,5	–	566,8	3 843,6	781,2
Sept.	103,3	861,5	4 284,5	–	1 055,7	726,0	2 502,8	5 194,6	–	567,1	3 844,1	783,4
Oct. ^(p)	102,9	857,1	4 273,5	–	1 051,3	723,7	2 498,5	5 196,9	–	568,7	3 848,1	780,1
Flux												
2012	-2,0	14,5	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	9,6	-120,7	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,4	-18,0	27,6	-13,1
2014 T2	-1,7	8,0	-18,9	-8,3	3,3	5,9	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-32,7	-0,7
T3	4,2	-5,2	-17,5	-19,3	-3,3	-6,5	-7,7	8,2	9,5	1,2	10,4	-3,4
2014 Juillet	3,1	-8,1	-11,4	-13,1	-7,4	-1,8	-2,2	1,2	1,9	0,7	1,7	-1,2
Août	-4,3	1,3	-3,4	-3,1	-1,9	-1,2	-0,3	3,1	3,3	-1,2	6,0	-1,6
Sept.	5,5	1,5	-2,7	-3,1	6,0	-3,5	-5,3	3,8	4,3	1,7	2,7	-0,6
Oct. ^(p)	-0,4	-4,9	-2,9	-3,3	-2,7	-1,0	0,7	3,8	5,2	1,8	3,8	-1,7
Taux de croissance												
2012	-2,2	1,5	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 T2	4,8	-6,0	-2,3	-2,2	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,6	-1,4	-0,4	-1,4
T3	8,5	-2,7	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,1	-1,7
2014 Juillet	7,0	-4,9	-2,3	-2,2	-2,4	-3,6	-1,9	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,4
Août	0,3	-3,9	-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	0,0	-1,7
Sept.	8,5	-2,7	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,1	-1,7
Oct. ^(p)	5,8	-2,6	-1,8	-1,6	-1,1	-3,4	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,8

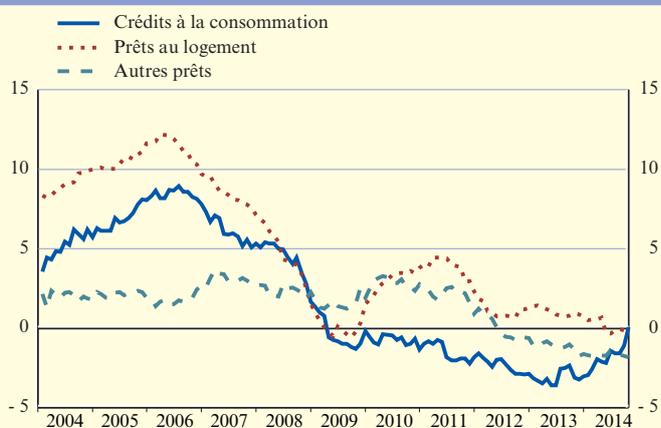
G5 Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



G6 Prêts aux ménages ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE.

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

2) Sont exclues les opérations de prise en pension de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.

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

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

2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation ^{1), 2)}

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

1. Prêts aux intermédiaires financiers et aux sociétés non financières

	Sociétés d'assurance et fonds de pension				Autres intermédiaires financiers					Sociétés non financières			
	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Pensions auprès des contreparties centrales	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	983,6	122,1	438,6	223,4	321,7	4 345,0	1 059,2	739,7	2 546,1
2014 T2	99,1	82,9	3,9	12,2	994,0	119,0	447,3	234,2	312,6	4 316,1	1 066,1	735,5	2 514,5
T3	107,0	89,8	4,6	12,6	989,6	121,7	440,4	238,0	311,2	4 285,1	1 054,9	726,7	2 503,5
2014 Août	100,7	84,0	4,5	12,1	962,6	116,9	412,0	237,9	312,8	4 282,1	1 036,9	731,4	2 513,8
Sept.	107,0	89,8	4,6	12,6	989,6	121,7	440,4	238,0	311,2	4 285,1	1 054,9	726,7	2 503,5
Oct. ^(p)	106,5	89,3	4,7	12,5	977,0	121,1	431,4	243,5	302,0	4 271,2	1 046,1	725,4	2 499,7
Flux													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-76,9	43,9	-55,6	3,6	-24,9	-133,2	-44,4	-44,6	-44,2
2014 T2	-0,2	0,9	0,0	-1,1	17,1	2,3	8,3	13,6	-4,8	-8,1	7,1	8,5	-23,7
T3	7,8	6,8	0,7	0,3	-3,4	2,6	1,1	1,8	-6,3	-26,9	-12,1	-7,4	-7,5
2014 Août	-3,6	-3,6	0,0	-0,1	-10,8	-4,1	-12,5	2,5	-0,8	-20,4	-20,3	-2,0	1,9
Sept.	6,3	5,7	0,1	0,4	20,9	4,7	26,5	-1,0	-4,7	6,3	17,8	-4,1	-7,3
Oct. ^(p)	-0,5	-0,6	0,1	-0,1	-13,1	-0,5	-11,5	6,1	-7,8	-5,9	-7,1	0,0	1,2
Taux de croissance													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,9	23,5	-10,5	1,7	-7,1	-3,0	-4,0	-5,6	-1,7
2014 T2	4,6	5,2	5,5	0,3	-5,7	-4,5	-11,7	9,9	-5,8	-2,3	-2,8	-3,3	-1,8
T3	8,6	9,4	32,9	-2,9	-2,7	-3,2	-7,7	9,5	-3,3	-2,0	-1,4	-3,3	-1,9
2014 Août	0,6	-0,1	28,5	-3,2	-3,6	-0,9	-10,2	10,0	-3,1	-2,2	-2,2	-3,5	-1,7
Sept.	8,6	9,4	32,9	-2,9	-2,7	-3,2	-7,7	9,5	-3,3	-2,0	-1,4	-3,3	-1,9
Oct. ^(p)	6,0	7,1	30,5	-7,4	-1,9	2,1	-5,6	11,8	-5,9	-1,8	-1,1	-3,3	-1,7

2. Prêts aux ménages ³⁾

	Total	Crédits à la consommation				Prêts au logement				Autres prêts				
		Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Encours														
2013	5 229,7	575,8	128,6	169,5	277,7	3 857,5	12,7	55,4	3 789,3	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2014 T2	5 195,5	572,8	125,7	169,6	277,5	3 832,2	13,2	54,6	3 764,4	790,5	399,8	141,0	75,6	573,9
T3	5 196,9	568,5	122,2	170,1	276,2	3 844,9	13,5	54,9	3 776,4	783,6	399,7	135,0	74,3	574,2
2014 Août	5 189,7	566,6	120,8	169,7	276,1	3 843,3	13,1	55,0	3 775,2	779,9	398,3	131,7	74,4	573,8
Sept.	5 196,9	568,5	122,2	170,1	276,2	3 844,9	13,5	54,9	3 776,4	783,6	399,7	135,0	74,3	574,2
Oct. ^(p)	5 199,2	569,3	120,8	171,5	276,9	3 850,5	14,0	55,0	3 781,5	779,5	397,4	132,3	74,8	572,3
Flux														
2013	-4,2	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,2	-1,4	-1,5	30,0	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2014 T2	-22,3	2,7	-1,0	4,3	-0,7	-32,0	0,1	-0,2	-31,9	7,0	0,0	6,8	0,2	0,0
T3	6,0	0,1	-1,1	0,9	0,3	14,3	0,3	0,1	13,8	-8,3	-2,0	-6,1	-0,6	-1,7
2014 Août	-0,8	-3,0	-1,4	-0,7	-0,9	4,0	-0,1	0,1	4,0	-1,9	-1,2	-1,3	-0,3	-0,2
Sept.	7,9	3,2	2,1	0,7	0,5	3,7	0,4	-0,1	3,4	0,9	1,0	2,9	0,0	-2,0
Oct. ^(p)	3,8	0,9	-1,3	1,4	0,9	5,5	0,0	0,1	5,3	-2,6	-1,9	-1,9	0,6	-1,2
Taux de croissance														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2014 T2	-0,6	-1,5	-2,2	0,2	-2,1	-0,4	-5,2	-2,8	-0,3	-1,4	-1,3	-0,5	-2,6	-1,4
T3	-0,5	-1,1	-3,1	1,3	-1,6	-0,2	5,7	-2,7	-0,1	-1,7	-1,4	-0,7	-2,4	-1,9
2014 Août	-0,5	-1,6	-3,4	0,6	-2,1	0,0	2,2	-3,0	0,0	-1,7	-1,2	-1,5	-3,4	-1,5
Sept.	-0,5	-1,1	-3,1	1,3	-1,6	-0,2	5,7	-2,7	-0,1	-1,7	-1,4	-0,7	-2,4	-1,9
Oct. ^(p)	-0,4	0,1	-1,8	3,3	-1,0	-0,2	4,1	-2,6	-0,2	-1,8	-1,5	-1,1	-1,7	-2,0

Source : BCE.

- Secteur des IFM hors Eurozone ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

2.4 Prêts accordés par les IFM : ventilation ^{1), 2)}

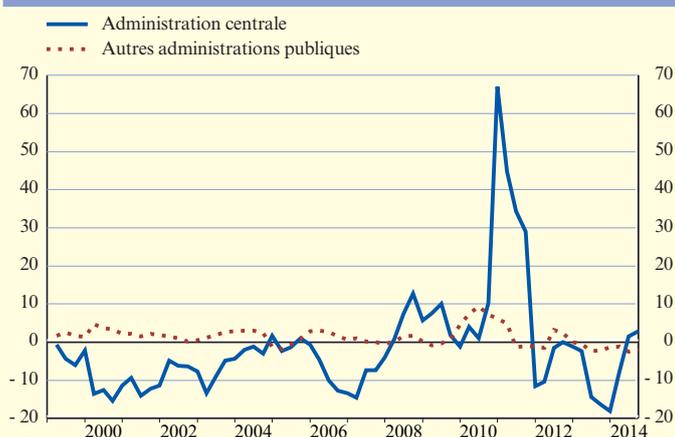
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

3. Prêts aux administrations publiques et aux non-résidents de la zone euro

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques ³⁾	Non-banques		
			Administrations d'Etats fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	1 153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2 868,2	1 906,7	961,5	60,7	900,7
2013	1 082,3	279,6	213,7	560,7	28,3	2 726,0	1 788,0	937,9	56,5	881,5
2013 T4	1 082,3	279,6	213,7	560,7	28,3	2 726,0	1 788,0	937,9	56,5	881,5
2014 T1	1 092,9	289,2	213,5	562,0	28,2	2 864,4	1 904,3	960,1	58,4	901,7
T2	1 087,3	295,2	207,4	556,1	28,5	2 933,4	1 957,6	975,8	57,7	918,1
T3 ^(p)	1 085,6	294,9	204,9	552,8	32,9	3 064,5	2 021,0	1 041,3	63,4	978,0
Flux										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013	-72,2	-61,7	-7,9	-6,7	4,2	-72,7	-76,0	3,2	-2,1	5,4
2013 T4	-8,1	-5,4	0,0	0,6	-3,3	-10,9	2,9	-13,9	-2,2	-11,7
2014 T1	9,2	8,5	-0,3	1,1	-0,1	135,1	113,5	21,6	2,2	19,4
T2	-4,7	6,2	-6,1	-5,1	0,3	47,4	37,2	10,2	-1,0	11,2
T3 ^(p)	-3,6	-1,3	-2,5	-4,1	4,3	1,5	-28,2	27,5	3,7	23,8
Taux de croissance										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013	-6,3	-18,1	-3,6	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,6
2013 T4	-6,3	-18,1	-3,6	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,6
2014 T1	-3,0	-7,6	-1,7	-1,4	8,5	1,8	3,5	-1,3	1,8	-1,5
T2	-1,5	1,4	-5,0	-1,7	1,7	2,9	4,2	0,4	2,3	0,3
T3 ^(p)	-0,7	2,8	-4,2	-1,3	4,1	6,3	7,0	4,8	4,6	4,8

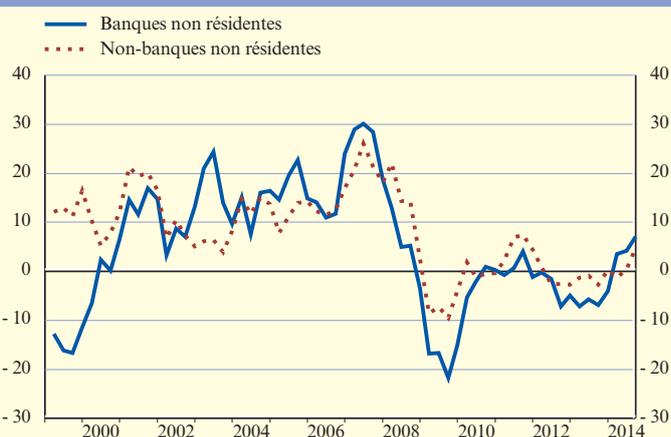
G7 Prêts aux administrations publiques ²⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



G8 Prêts aux non-résidents de la zone euro ²⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE.

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

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

3) Le terme « banques » est utilisé dans ce tableau pour désigner des établissements du même type que les IFM qui ne sont pas des résidents de la zone euro.

2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation ^{1), 2)}

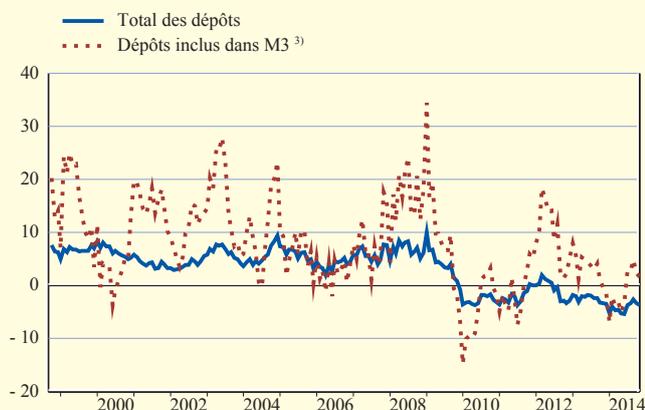
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Dépôts des intermédiaires financiers

	Sociétés d'assurance et fonds de pension							Autres intermédiaires financiers							Pensions	Au près des contre-parties centrales
	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	15		
Encours																
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2 020,0	410,1	236,6	1 021,0	13,6	0,3	338,6	260,8	
2013	653,6	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 861,3	424,7	221,4	942,5	16,4	0,5	255,7	183,8	
2014 T2	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1 796,8	442,0	212,9	871,2	16,5	0,2	254,0	171,2	
T3	648,8	110,2	71,0	444,2	8,4	0,2	14,9	1 798,8	461,5	229,0	852,9	17,0	0,4	238,0	163,6	
2014 Juillet	661,7	114,6	75,5	447,2	8,1	0,1	16,2	1 790,8	435,1	214,3	865,6	16,6	0,2	259,0	169,6	
Août	658,1	111,0	76,8	445,9	8,0	0,2	16,2	1 793,6	430,4	224,0	863,7	16,6	0,4	258,7	171,9	
Septembre	648,8	110,2	71,0	444,2	8,4	0,2	14,9	1 798,8	461,5	229,0	852,9	17,0	0,4	238,0	163,6	
Octobre ^(p)	643,9	110,5	71,7	438,6	8,3	0,2	14,5	1 820,3	465,0	226,8	842,8	16,6	0,4	268,8	183,1	
Flux																
2012	-12,3	15,2	2,9	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-181,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	13,2	9,4	
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-55,2	14,8	-14,8	-76,7	3,0	0,3	18,2	32,2	
2014 T2	-11,1	-2,1	-2,7	-6,5	0,0	0,0	0,0	-47,8	1,1	-2,4	-44,7	-1,5	-0,2	-0,1	-5,8	
T3	-6,4	0,4	-4,4	-5,5	0,3	0,0	2,9	-3,8	18,3	15,8	-22,1	0,4	0,1	-16,3	-7,7	
2014 Juillet	7,0	5,2	0,1	-2,4	0,0	0,0	4,2	-5,3	-4,8	1,1	-6,6	0,1	0,0	4,9	-1,6	
Août	-3,8	-3,7	1,3	-1,4	-0,1	0,0	0,0	1,3	-5,4	9,6	-2,5	-0,1	0,1	-0,4	2,2	
Septembre	-9,6	-1,1	-5,8	-1,8	0,4	0,0	-1,2	0,1	28,5	5,1	-13,0	0,4	0,0	-20,9	-8,3	
Octobre ^(p)	-3,4	0,4	0,8	-4,0	0,0	0,0	-0,5	19,0	1,1	-2,1	-10,3	-0,6	0,0	30,8	19,5	
Taux de croissance																
2012	-1,7	16,5	3,8	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,2	6,0	-17,3	-14,0	-14,0	-	2,9	2,5	
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,3	-7,5	21,8	-	2,5	10,3	
2014 T2	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8	
T3	-3,3	2,8	-5,2	-5,6	1,9	-	56,6	-7,5	3,6	-2,8	-11,7	3,0	-	-15,2	-17,5	
2014 Juillet	-3,3	4,9	-6,8	-5,9	4,7	-	53,6	-8,0	0,3	-8,1	-11,8	-1,5	-	-8,3	-9,8	
Août	-2,6	6,4	-5,0	-5,7	-2,2	-	82,6	-7,8	-1,1	-5,0	-11,2	2,0	-	-9,4	-11,5	
Septembre	-3,3	2,8	-5,2	-5,6	1,9	-	56,6	-7,5	3,6	-2,8	-11,7	3,0	-	-15,2	-17,5	
Octobre ^(p)	-3,7	4,0	-7,5	-6,0	4,2	-	45,1	-5,2	5,3	0,3	-12,4	-1,3	-	-1,4	-3,1	

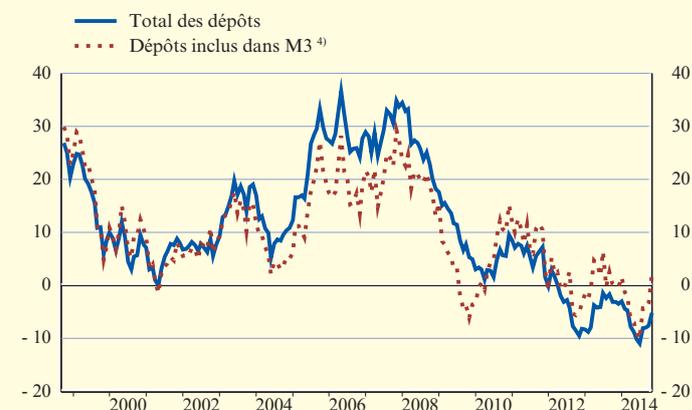
G9 Dépôts des sociétés d'assurance et des fonds de pension ²⁾

(taux de croissance annuels)



G10 Dépôts des autres intermédiaires financiers ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

3) Correspond aux dépôts des colonnes 2, 3, 5 et 7.

4) Correspond aux dépôts des colonnes 9, 10, 12 et 14.

2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation ^{1), 2)}

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

2. Dépôts des sociétés non financières et des ménages

	Sociétés non financières							Ménages ³⁾						
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Encours														
2012	1 761,8	1 148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6 118,9	2 346,2	979,1	747,8	1 937,3	98,0	10,4
2013	1 873,9	1 236,7	404,4	122,8	91,7	1,8	16,5	6 263,3	2 521,5	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2014 T2	1 874,7	1 248,6	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6 339,4	2 615,1	855,7	807,8	1 974,5	82,1	4,2
T3	1 912,8	1 279,0	389,4	128,1	99,5	2,1	14,6	6 339,3	2 638,7	842,7	802,0	1 966,9	84,0	5,0
2014 Juillet	1 876,3	1 243,5	391,8	127,2	98,6	2,0	13,2	6 340,7	2 623,9	852,5	804,8	1 971,7	82,7	5,0
Août	1 905,3	1 263,0	395,8	128,6	99,4	2,1	16,3	6 356,8	2 644,1	847,5	803,1	1 973,3	83,6	5,1
Septembre	1 912,8	1 279,0	389,4	128,1	99,5	2,1	14,6	6 339,3	2 638,7	842,7	802,0	1 966,9	84,0	5,0
Octobre ⁴⁾	1 924,5	1 293,1	385,8	129,5	98,9	2,1	15,1	6 340,1	2 654,2	834,9	801,9	1 960,5	83,8	4,7
Flux														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,2	33,9	21,6	100,8	-9,5	-12,3
2013	119,6	92,4	-3,7	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,4	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2014 T2	17,1	31,7	-17,0	0,9	0,3	0,1	1,1	54,5	77,6	-14,1	-6,0	0,3	-1,7	-1,5
T3	29,1	24,9	3,3	-0,1	1,6	0,2	-0,6	-3,4	21,8	-14,2	-5,9	-7,8	1,9	0,8
2014 Juillet	-0,9	-6,9	7,2	-0,1	0,6	0,0	-1,8	0,6	8,3	-3,4	-3,0	-2,8	0,6	0,8
Août	26,9	18,6	3,5	0,6	0,8	0,2	3,1	15,5	20,0	-5,2	-1,8	1,6	0,9	0,0
Septembre	3,2	13,2	-7,5	-0,7	0,1	0,0	-2,0	-19,4	-6,5	-5,6	-1,1	-6,6	0,4	-0,1
Octobre ⁴⁾	11,5	13,9	-3,4	1,3	-0,8	0,0	0,5	0,8	15,5	-7,8	-0,1	-6,4	-0,2	-0,3
Taux de croissance														
2012	4,9	9,5	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 T2	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-7,0	-30,5
T3	5,8	8,1	-1,6	6,7	3,2	28,5	46,1	2,2	7,2	-6,9	2,4	0,2	-1,2	-20,9
2014 Juillet	6,2	8,2	-0,7	9,4	4,1	23,0	27,0	2,1	7,0	-7,6	4,0	0,1	-5,1	-27,0
Août	6,1	7,9	-0,5	9,0	3,4	31,0	33,9	2,2	7,3	-7,6	3,2	0,2	-2,8	-23,4
Septembre	5,8	8,1	-1,6	6,7	3,2	28,5	46,1	2,2	7,2	-6,9	2,4	0,2	-1,2	-20,9
Octobre ⁴⁾	5,0	8,4	-5,0	6,3	2,5	23,5	16,5	2,0	7,0	-6,5	1,4	0,2	-0,9	-18,6

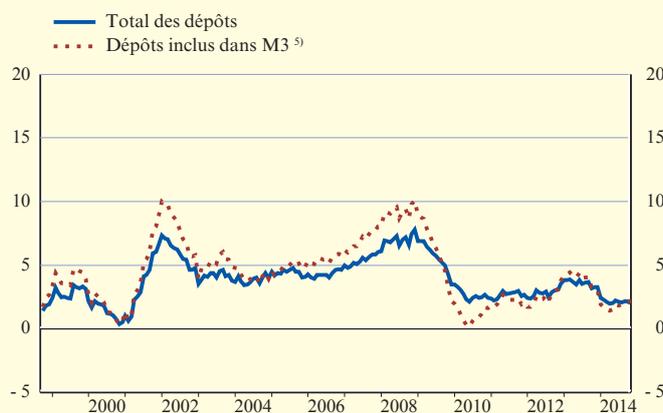
G11 Dépôts des sociétés non financières ²⁾

(taux de croissance annuels)



G12 Dépôts des ménages ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

- 1) Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.
- 4) Correspond aux dépôts des colonnes 2, 3, 5 et 7.
- 5) Correspond aux dépôts des colonnes 9, 10, 12 et 14.

2.5 Dépôts détenus auprès des IFM : ventilation ^{1), 2)}

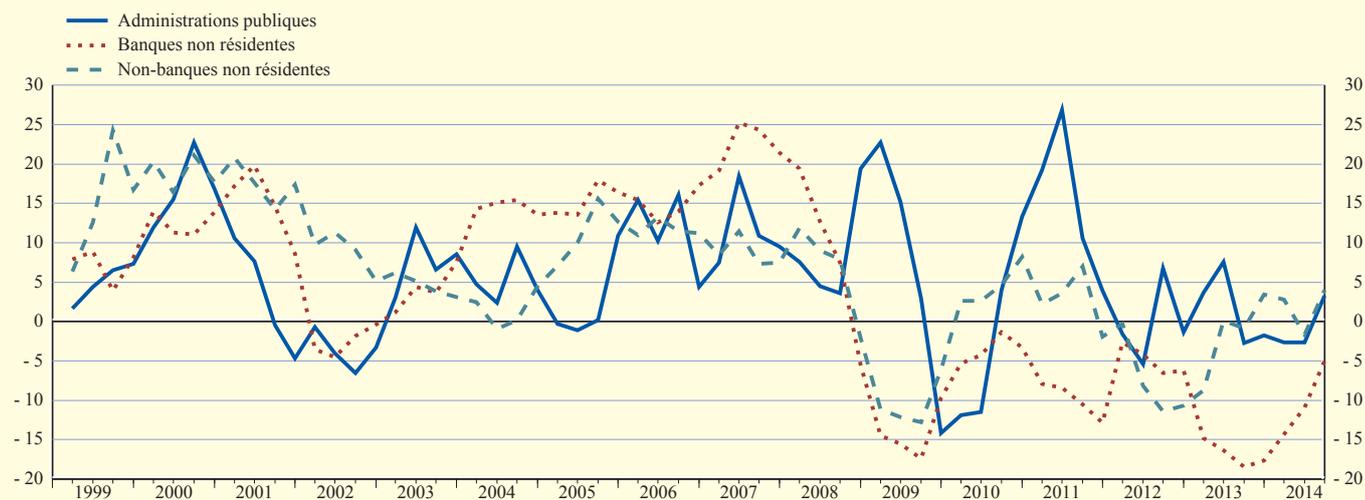
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

3. Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques ³⁾	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2 895,4	2 016,8	878,6	39,8	838,7
2013	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2 519,8	1 626,0	893,8	29,8	864,0
2013 T4	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2 519,8	1 626,0	893,8	29,8	864,0
2014 T1	488,0	181,0	73,1	110,7	123,3	2 594,9	1 667,7	927,2	33,8	893,4
T2	534,0	214,9	72,5	113,2	133,5	2 581,9	1 659,2	922,7	31,2	891,5
T3 ^(a)	515,1	189,6	80,1	111,5	133,9	2 703,4	1 698,2	1 003,3	33,5	969,8
Flux										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,1	-135,6	-104,5	-5,1	-99,4
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,8	39,3
2013 T4	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,8	-28,9	-13,0	-15,9
2014 T1	45,4	28,5	9,0	1,3	6,7	63,2	38,1	25,1	3,9	21,2
T2	45,5	33,9	-0,6	2,6	9,7	-29,7	-18,9	-10,8	-2,7	-8,1
T3 ^(a)	-19,0	-25,6	7,3	-1,7	1,0	43,3	-10,7	52,3	1,6	50,6
Taux de croissance										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2013 T4	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2014 T1	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,8	-7,8	3,2
T2	-2,7	-9,4	2,3	-2,0	6,5	-7,8	-10,9	-1,7	-11,0	-1,3
T3 ^(a)	3,3	-1,5	12,9	-2,0	10,2	-1,8	-5,0	4,0	-23,5	5,4

G13 Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

- 1) Secteur des IFM hors Eurosysteme ; la classification sectorielle correspond à celle du SEC 95.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 3) Le terme « banques » est utilisé dans ce tableau pour désigner des établissements du même type que les IFM qui ne sont pas des résidents de la zone euro.

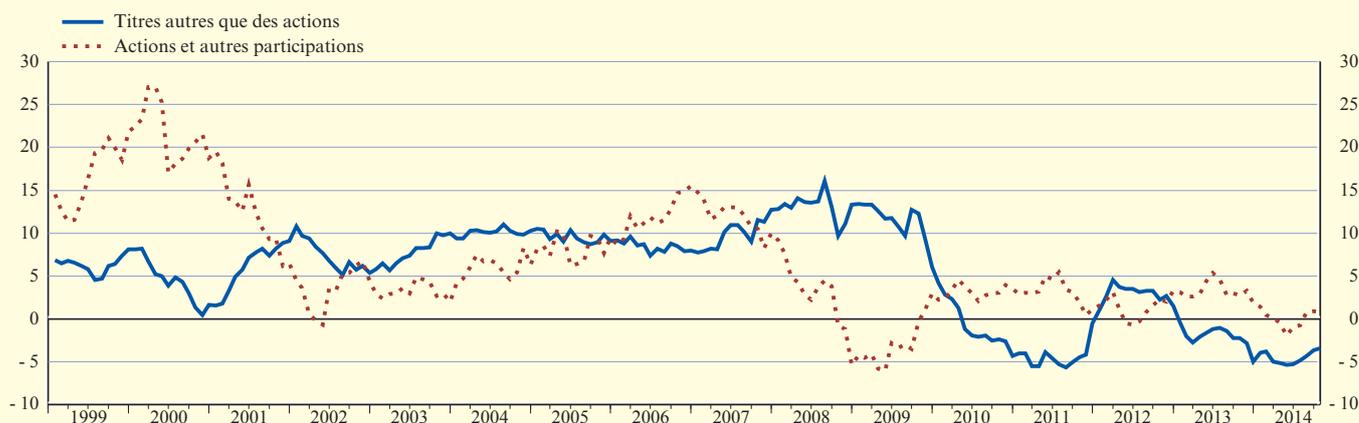
2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation ^{1), 2)}

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

	Titres autres que des actions							Actions et autres participations				
	Total	IFM		Administrations publiques		Autres résidents de la zone euro		Non-résidents de la zone euro	Total	IFM	Non-IFM	Non-résidents de la zone euro
		Euros	Autres devises	Euros	Autres devises	Euros	Autres devises					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2012	5 774,7	1 748,7	102,9	1 594,2	32,8	1 399,6	23,6	872,8	1 528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5 472,0	1 540,6	102,7	1 674,0	20,3	1 307,1	28,7	798,6	1 560,0	457,0	775,5	327,4
2014 T2	5 523,8	1 469,0	112,8	1 788,8	19,7	1 270,2	32,5	830,8	1 546,9	449,2	787,4	310,2
T3	5 585,3	1 428,4	121,4	1 816,5	23,9	1 249,9	33,3	912,0	1 561,6	452,9	786,5	322,2
2014 Juillet	5 513,7	1 450,9	114,6	1 779,9	20,6	1 275,4	31,7	840,6	1 545,4	449,9	788,2	307,3
Août	5 536,0	1 439,0	114,4	1 809,8	21,3	1 264,3	31,6	855,7	1 545,8	451,4	785,0	309,5
Septembre	5 585,3	1 428,4	121,4	1 816,5	23,9	1 249,9	33,3	912,0	1 561,6	452,9	786,5	322,2
Octobre ^(p)	5 564,4	1 390,1	121,8	1 845,9	21,7	1 238,6	34,1	912,2	1 552,5	449,1	782,6	320,8
Flux												
2012	83,1	-17,5	16,0	191,1	10,5	-67,8	-4,0	-45,2	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-288,3	-220,3	-0,3	65,4	-11,3	-92,9	5,9	-34,8	28,2	-12,4	13,4	27,2
2014 T2	-8,5	-36,4	-3,4	16,6	0,0	-6,6	2,4	18,8	2,7	-1,0	5,3	-1,6
T3	-26,1	-47,4	-2,4	15,4	3,0	-22,2	-1,1	28,6	14,8	2,5	1,1	11,3
2014 Juillet	-22,8	-18,0	0,4	-12,4	0,7	5,0	-1,3	2,7	2,1	0,7	4,4	-2,9
Août	6,6	-13,5	-1,0	21,6	0,5	-11,4	-0,4	10,9	-1,7	1,0	-3,9	1,2
Septembre	-9,9	-15,9	-1,7	6,2	1,9	-15,8	0,6	15,0	14,4	0,8	0,6	13,0
Octobre ^(p)	-15,9	-36,0	0,7	32,7	-2,1	-12,5	0,9	0,3	-5,0	-3,1	-0,7	-1,2
Taux de croissance												
2012	1,5	-1,0	18,3	14,0	47,7	-4,6	-14,6	-4,8	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,6	25,2	-4,0	1,8	-2,6	1,8	9,2
2014 T2	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,5
T3	-3,7	-11,5	6,3	2,3	-25,4	-8,1	6,7	5,8	0,9	0,7	1,8	-1,0
2014 Juillet	-4,8	-11,8	-6,6	0,1	-30,5	-6,9	10,4	2,9	-0,8	-4,6	2,6	-3,1
Août	-4,3	-11,9	-0,6	1,2	-34,6	-7,5	9,8	4,5	0,8	0,3	2,5	-2,5
Septembre	-3,7	-11,5	6,3	2,3	-25,4	-8,1	6,7	5,8	0,9	0,7	1,8	-1,0
Octobre ^(p)	-3,5	-12,8	7,2	3,4	-30,9	-7,7	10,9	6,1	0,8	-0,4	2,4	-1,4

G14 Titres détenus par les IFM ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

2.7 Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM ^{1), 2)}
(en pourcentage du total ; encours en milliards d'euros ; données de fin de période)

1. Prêts, portefeuilles de titres autres que des actions et dépôts

	IFM ³⁾							Non-IFM						
	Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises				Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prêts														
<i>Aux résidents de la zone euro</i>														
2012	5 790,4	–	–	–	–	–	12 196,7	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5 250,6	–	–	–	–	–	11 730,7	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 T2	5 195,3	–	–	–	–	–	11 692,0	96,7	3,3	1,8	0,1	0,9	0,4	
T3 ^(p)	5 155,4	–	–	–	–	–	11 664,2	96,6	3,4	1,9	0,1	0,8	0,3	
<i>Aux non-résidents de la zone euro</i>														
2012	1 906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013	1 788,0	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 T2	1 957,6	38,5	61,5	40,1	2,7	3,9	9,3	975,8	39,8	60,2	37,3	3,6	2,5	9,7
T3 ^(p)	2 021,0	37,1	62,9	42,0	3,0	3,3	9,3	1 041,3	37,9	62,1	37,8	5,3	2,5	9,8
Portefeuilles de titres autres que des actions														
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>														
2012	1 851,6	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3 050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013	1 643,3	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3 030,1	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 T2	1 581,8	92,9	7,1	2,8	0,1	0,3	3,4	3 111,2	98,3	1,7	0,9	0,1	0,1	0,5
T3 ^(p)	1 549,8	92,2	7,8	3,2	0,1	0,3	3,7	3 123,5	98,2	1,8	1,0	0,1	0,1	0,5
<i>Émis par les non-résidents de la zone euro</i>														
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013	421,9	52,4	47,6	20,2	0,2	0,5	20,0	376,7	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2014 T2	432,5	52,6	47,4	21,2	0,3	0,5	20,0	398,3	37,7	62,3	38,3	4,8	0,8	10,0
T3 ^(p)	487,1	50,9	49,1	23,2	0,2	0,4	20,6	424,9	35,5	64,5	40,5	4,6	0,7	10,7
Dépôts														
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>														
2012	6 155,3	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11 040,0	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5 553,1	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11 093,0	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 T2	5 525,9	92,8	7,2	4,6	0,2	1,0	0,8	11 199,4	96,7	3,3	2,2	0,1	0,1	0,4
T3 ^(p)	5 433,8	92,2	7,8	5,0	0,2	1,0	0,9	11 214,9	96,6	3,4	2,3	0,1	0,1	0,4
<i>Effectués par les non-résidents de la zone euro</i>														
2012	2 016,8	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013	1 626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2014 T2	1 659,2	49,5	50,5	35,4	2,0	1,6	7,4	922,7	52,0	48,0	30,3	2,6	1,1	7,3
T3 ^(p)	1 698,2	47,8	52,2	36,2	2,5	1,6	7,6	1 003,3	50,6	49,4	31,2	3,6	1,0	7,3

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

	Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
2012	5 068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013	4 582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2014 T2	4 493,7	79,6	20,4	11,6	1,2	1,8	3,0
T3 ^(p)	4 465,2	78,2	21,8	12,6	1,3	1,8	3,1

Source : BCE.

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

2.8 Bilan agrégé des fonds d'investissement de la zone euro¹⁾

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

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations (à l'exclusion des titres de fonds d'investissement et des titres de fonds d'investissement monétaires)	Titres de fonds d'investissement et titres de fonds d'investissement monétaires	Actifs non financiers	Autres éléments d'actif (y compris les produits financiers dérivés)
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2014 Mars	8 365,9	573,0	3 260,7	2 417,8	1 181,9	258,6	673,8
Avril	8 498,2	583,7	3 309,9	2 439,7	1 195,8	259,8	709,3
Mai	8 719,0	588,4	3 385,4	2 531,0	1 229,3	260,8	724,3
Juin	8 758,5	580,0	3 416,9	2 565,0	1 250,8	262,3	683,5
Juillet	8 871,2	600,1	3 454,4	2 580,5	1 269,1	263,2	703,9
Août	9 072,1	617,1	3 527,5	2 646,8	1 294,9	264,4	721,4
Septembre ^(p)	9 155,0	594,3	3 542,9	2 662,9	1 307,9	266,9	780,1
Transactions							
2014 T1	257,8	39,8	107,0	40,0	21,7	2,6	46,7
T2	208,1	5,4	87,5	61,7	35,6	3,5	14,4
T3 ^(p)	245,2	13,3	88,9	32,8	30,4	2,9	76,9

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de fonds d'investissement émis			Autres éléments de passif (y compris les produits financiers dérivés)	
			Total	Détenus par les résidents de la zone euro			
				Détenus par les non-résidents	Fonds d'investissement		
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2014 Mars	8 365,9	190,2	7 532,4	5 549,7	929,1	1 982,7	643,3
Avril	8 498,2	197,3	7 622,0	5 604,7	939,3	2 017,3	678,8
Mai	8 719,0	192,1	7 832,3	5 741,4	968,6	2 090,9	694,7
Juin	8 758,5	179,2	7 920,4	5 792,0	985,4	2 128,4	658,9
Juillet	8 871,2	181,6	8 007,4	5 858,6	998,5	2 148,8	682,2
Août	9 072,1	190,6	8 176,1	5 968,3	1 019,9	2 207,8	705,4
Septembre ^(p)	9 155,0	197,2	8 182,9	5 997,5	1 033,9	2 185,5	774,9
Transactions							
2014 T1	257,8	23,4	172,6	108,9	18,1	51,5	61,7
T2	208,1	-10,4	198,6	120,1	28,9	78,9	20,0
T3 ^(p)	245,2	17,3	173,3	124,2	33,2	49,2	54,6

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

	Total	Ventilation par stratégies de placement					Ventilation par types de fonds		Pour mémoire : fonds d'investissement monétaires	
		Fonds d'investissement « Obligations »	Fonds d'investissement « Actions »	Fonds d'investissement « Mixtes »	Fonds d'investissement « Placements immobiliers »	Fonds spéculatifs	Autres fonds d'investissement	Fonds ouverts		Fonds fermés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2014 Février	7 448,9	2 530,9	2 084,9	1 865,8	346,7	159,0	461,6	7 346,6	102,3	855,3
Mars	7 532,4	2 555,6	2 100,0	1 891,0	349,4	162,4	474,0	7 429,4	103,0	835,5
Avril	7 622,0	2 580,0	2 120,3	1 921,1	352,5	165,0	483,2	7 518,2	103,8	836,5
Mai	7 832,3	2 637,6	2 204,1	1 972,1	355,4	170,1	492,9	7 727,2	105,1	839,2
Juin	7 920,4	2 661,1	2 230,8	1 999,2	358,6	171,9	498,8	7 814,1	106,3	824,4
Juillet	8 007,4	2 699,7	2 243,2	2 029,4	362,2	172,6	500,3	7 900,3	107,1	846,8
Août	8 176,1	2 749,8	2 304,5	2 065,1	366,1	177,3	513,3	8 068,0	108,1	856,9
Septembre ^(p)	8 182,9	2 717,0	2 315,6	2 083,8	369,0	179,5	518,1	8 073,2	109,7	921,7
Transactions										
2014 Mars	69,1	29,6	10,9	20,9	2,7	2,7	2,3	69,2	-0,1	-19,6
Avril	76,2	16,6	21,8	24,5	2,6	1,6	9,1	75,4	0,8	0,8
Mai	69,4	23,5	16,4	22,7	1,4	1,6	3,8	69,3	0,1	-2,5
Juin	53,0	16,0	11,0	20,1	1,7	0,9	3,4	53,0	0,0	-16,5
Juillet	64,6	26,8	9,1	26,8	0,4	-1,5	3,0	64,5	0,1	16,7
Août	50,5	20,1	9,0	11,7	1,9	0,8	7,1	50,5	0,0	7,9
Septembre ^(p)	58,1	26,1	6,7	15,8	2,6	2,0	4,9	57,6	0,5	-10,2

Source : BCE.

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

2.9 Titres détenus par les fonds d'investissement¹⁾ ventilés par émetteurs

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

1. Titres autres que des actions

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2013 T4	3 112,6	1 708,2	390,3	807,4	264,5	10,4	235,5	1 404,4	346,6	548,2	13,7
2014 T1	3 260,7	1 844,7	413,9	856,9	299,5	12,0	262,3	1 415,9	395,2	529,5	14,4
T2	3 416,9	1 914,7	420,8	887,9	321,2	11,4	273,5	1 502,2	398,4	564,0	15,2
T3 ^(p)	3 542,9	1 957,3	428,9	914,5	321,5	12,2	280,1	1 585,6	417,0	597,4	16,7
Transactions											
2014 T1	107,0	65,3	10,0	27,9	12,5	0,8	14,2	43,9	15,3	15,8	0,4
T2	87,5	34,9	2,1	11,3	14,1	0,7	6,9	52,6	-4,5	22,8	0,3
T3 ^(p)	88,9	17,4	3,8	8,5	-1,0	0,9	5,2	71,5	14,1	31,1	1,8

2. Actions et autres participations (autres que les titres de fonds d'investissement et les titres de fonds d'investissement monétaires)

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2013 T4	2 370,0	886,3	85,4	-	64,7	35,5	700,7	1 483,6	215,4	536,0	123,2
2014 T1	2 417,8	919,8	92,2	-	63,1	33,8	730,7	1 498,0	215,9	553,0	115,4
T2	2 565,0	941,4	94,5	-	66,6	29,1	751,1	1 623,6	229,0	598,0	131,5
T3 ^(p)	2 662,9	926,9	92,5	-	70,3	29,8	734,3	1 736,0	232,8	661,4	137,7
Transactions											
2014 T1	40,0	21,4	3,2	-	2,9	-0,5	15,9	21,1	5,0	21,7	-0,2
T2	61,7	13,0	7,2	-	2,1	-1,5	5,3	48,7	7,8	22,0	5,5
T3 ^(p)	32,8	0,6	-3,2	-	-1,0	0,2	4,6	32,2	1,6	15,6	-0,6

3. Titres de fonds d'investissement/Titres de fonds d'investissement monétaires

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2013 T4	1 117,9	971,2	85,1	-	886,1	-	-	146,6	36,6	49,4	0,5
2014 T1	1 181,9	1 017,4	88,4	-	929,1	-	-	164,5	40,9	60,7	0,4
T2	1 250,8	1 077,6	92,1	-	985,4	-	-	173,2	46,6	60,8	0,9
T3 ^(p)	1 307,9	1 127,6	93,7	-	1 033,9	-	-	180,3	45,5	67,5	0,6
Transactions											
2014 T1	21,7	19,8	1,8	-	18,1	-	-	1,9	1,3	1,6	0,0
T2	35,6	30,8	1,9	-	28,9	-	-	4,7	2,9	0,8	0,3
T3 ^(p)	30,4	35,1	1,8	-	33,2	-	-	-4,7	-2,5	0,9	-0,3

Source : BCE.

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

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

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

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

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Prêts titrisés						Titres autres que des actions	Autres actifs titrisés	Actions et autres titres de participation	Autres actifs	
			Total	Émis dans la zone euro				Émis hors de la zone euro					
				IFM	Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	Administrations publiques						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2013 T3	1 964,4	264,4	1 330,3	1 033,1	449,6	157,3	20,6	3,5	115,8	182,0	85,1	37,1	65,5
T4	1 919,4	252,6	1 295,4	1 011,2	442,6	146,5	20,1	3,1	114,5	180,4	87,4	38,6	65,1
2014 T1	1 887,1	254,8	1 258,6	976,9	430,4	158,6	21,6	3,1	98,4	164,6	98,8	45,2	65,2
T2	1 865,9	238,3	1 252,3	975,7	421,9	164,0	20,2	0,1	92,3	166,0	99,0	43,8	66,6
T3	1 846,4	237,6	1 235,3	961,5	421,3	164,0	19,9	0,1	89,9	170,0	95,6	45,2	62,7
Transactions													
2013 T3	-38,5	-6,4	-21,2	-9,1	-	-5,3	-4,3	0,0	-2,4	-11,6	-1,5	0,5	1,7
T4	-45,8	-11,4	-34,3	-21,6	-	-10,6	-0,6	-0,4	-1,1	-0,8	2,3	1,2	-2,8
2014 T1	-42,2	-10,5	-28,1	-27,7	-	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-2,4	-1,7	0,1	0,5
T2	-17,4	-16,3	1,4	4,8	-	4,7	-1,2	-0,4	-6,6	0,5	0,7	-1,5	-2,2
T3	-32,2	-4,8	-17,3	-13,0	-	-0,8	-0,6	0,0	-2,8	-0,3	-3,5	0,6	-6,8

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de créance émis			Capital et réserves	Autres éléments de passif
			Total	≤ à 2 ans	> à 2 ans		
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2013 T3	1 964,4	125,0	1 583,5	56,2	1 527,3	29,3	226,7
T4	1 919,4	117,9	1 543,7	61,0	1 482,7	29,3	228,6
2014 T1	1 887,1	142,6	1 477,7	82,9	1 394,8	28,3	238,5
T2	1 865,9	128,1	1 472,9	79,7	1 393,3	27,2	237,7
T3	1 846,4	129,2	1 451,3	77,1	1 374,2	27,5	238,4
Transactions							
2013 T3	-38,5	-3,8	-34,5	0,0	-34,4	-0,6	0,4
T4	-45,8	-6,3	-39,5	4,8	-44,3	0,5	-0,6
2014 T1	-42,2	-1,5	-44,5	-6,4	-38,2	0,5	3,2
T2	-17,4	-13,4	-4,6	-3,2	-1,3	-1,2	1,8
T3	-32,2	0,1	-26,6	-2,6	-24,0	0,2	-5,9

3. Portefeuilles de prêts titrisés consentis par les IFM de la zone euro et de titres autres que des actions

	Prêts titrisés consentis par les IFM de la zone euro						Titres autres que des actions						
	Total	Secteur emprunteur de la zone euro ²⁾					Secteur emprunteur hors zone euro	Total	Résidents de la zone euro			Non-résidents de la zone euro	
		Ménages	Sociétés non financières	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques			Total	IFM	Non IFM		
											Véhicules financiers <i>ad hoc</i>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2013 T3	1 033,1	757,9	217,1	21,8	0,2	5,7	30,5	182,0	111,1	29,0	82,1	32,1	70,9
T4	1 011,2	744,6	205,4	23,3	0,2	5,5	32,2	180,4	109,3	28,8	80,5	34,9	71,1
2014 T1	976,9	729,3	193,3	21,2	0,2	5,4	27,4	164,6	100,4	26,0	74,5	35,6	64,2
T2	975,7	732,5	191,5	20,7	0,2	5,4	25,4	166,0	103,2	24,1	79,1	39,3	62,7
T3	961,5	723,6	187,7	20,1	0,3	4,6	25,2	170,0	104,5	25,1	79,4	36,6	65,5
Transactions													
2013 T3	-9,1	-2,1	-8,6	0,8	0,0	0,1	0,7	-11,6	-4,1	-4,1	0,0	-0,5	-7,5
T4	-21,6	-13,5	-11,3	1,6	0,0	-0,1	1,6	-0,8	-1,5	0,0	-1,5	2,1	0,7
2014 T1	-27,7	-15,4	-8,8	-0,7	0,0	-0,1	-2,7	-2,4	-2,4	-0,5	-1,9	-1,2	0,1
T2	4,8	3,3	-0,1	-0,5	0,0	0,0	2,1	0,5	2,2	-1,9	4,1	3,5	-1,7
T3	-13,0	-8,0	-3,7	-0,5	0,0	-0,8	0,0	-0,3	-0,7	0,9	-1,6	-2,2	0,4

Source : BCE.

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

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

1. Actif

	Total	Numéraire et dépôts	Prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Titres de fonds d'investisse- ment	Titres de fonds d'investisse- ment moné- taires	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Actifs non financiers
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 T3	7 148,0	792,4	463,9	2 764,6	788,2	1 581,3	88,9	255,5	264,7	148,4
T4	7 158,9	785,2	473,6	2 725,1	793,1	1 615,9	91,2	253,5	271,1	150,1
2012 T1	7 444,1	797,7	474,0	2 867,8	806,5	1 712,4	102,9	258,1	276,3	148,4
T2	7 467,3	786,6	473,0	2 879,9	801,9	1 716,7	106,7	261,4	292,0	149,1
T3	7 679,4	786,0	482,5	2 992,5	819,6	1 796,4	108,1	263,1	281,9	149,3
T4	7 768,2	788,8	481,5	3 040,8	817,9	1 837,7	109,5	261,7	279,0	151,4
2013 T1	7 957,0	798,7	476,2	3 109,1	835,5	1 913,6	114,6	283,5	275,0	150,8
T2	7 899,6	777,7	475,7	3 101,9	832,9	1 906,2	100,0	283,1	269,9	152,2
T3	7 992,7	771,0	479,5	3 118,9	854,1	1 980,7	95,8	283,6	256,1	152,9
T4	8 080,7	755,8	480,3	3 187,5	874,7	2 021,8	83,0	282,1	240,5	155,0
2014 T1	8 328,8	767,2	494,0	3 272,0	889,2	2 096,5	98,8	287,4	267,8	155,9
T2 ^(p)	8 592,8	759,3	494,1	3 375,9	935,3	2 197,4	99,2	291,5	283,6	156,4

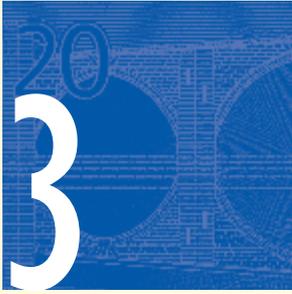
2. Portefeuilles de titres autres que des actions

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

3. Passif et valeur nette

	Total	Prêts reçus	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Passif				Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Valeur nette
					Provisions techniques d'assurance					
					Total	Droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie	Droits nets des ménages sur les fonds de pension	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2011 T3	7 061,6	270,7	41,2	409,3	6 137,9	3 275,8	2 050,2	811,8	202,4	86,4
T4	7 076,2	263,7	41,2	408,1	6 165,0	3 283,1	2 077,4	804,4	198,2	82,7
2012 T1	7 233,1	271,3	43,3	438,9	6 278,4	3 316,3	2 137,9	824,2	201,1	211,0
T2	7 300,5	280,8	42,0	419,7	6 348,7	3 315,8	2 205,3	827,6	209,3	166,8
T3	7 372,1	292,0	43,7	450,1	6 387,9	3 361,1	2 200,8	826,0	198,4	307,3
T4	7 472,6	266,5	49,1	477,7	6 459,0	3 395,7	2 243,9	819,4	220,2	295,6
2013 T1	7 585,2	278,5	48,7	492,8	6 541,0	3 440,5	2 252,3	848,1	224,2	371,7
T2	7 633,8	278,7	45,6	500,0	6 576,6	3 454,6	2 275,3	846,7	232,8	265,8
T3	7 656,1	278,0	46,2	515,2	6 593,0	3 493,4	2 253,4	846,2	232,7	336,6
T4	7 741,7	265,5	47,2	537,6	6 673,6	3 535,5	2 296,5	841,7	217,9	338,9
2014 T1	7 913,3	278,2	48,0	536,6	6 812,8	3 603,4	2 339,1	870,3	237,7	415,5
T2 ^(p)	8 057,1	284,0	52,7	531,8	6 943,5	3 666,1	2 405,1	872,2	245,2	535,7

Source : BCE.



COMPTES DE LA ZONE EURO

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

Emplois	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
	T2 2014					
Compte extérieur						
Exportations de biens et services						656
<i>Solde des échanges extérieurs</i> ¹⁾						-85
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Impôts sur les produits moins subventions sur les produits						
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 219	107	796	57	258	
Autres impôts (moins les subventions) sur la production	43	9	26	5	4	
Consommation de capital fixe	455	116	258	12	70	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i> ¹⁾	540	280	221	39	0	
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						8
Rémunération des salariés						
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	859	27	444	315	73	141
Intérêts	295	25	47	151	73	51
Autres revenus de la propriété	564	2	398	164	0	89
<i>Revenu national net</i> ¹⁾	2 045	1 733	2	55	256	
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	323	254	55	13	0	5
Cotisations sociales	463	463				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	492	1	17	36	438	1
Autres transferts courants	242	75	29	80	58	16
Primes nettes d'assurance-dommages	60	37	10	12	1	8
Indemnités d'assurance-dommages	65			65		2
Autres	116	39	19	2	57	6
<i>Revenu disponible net</i> ¹⁾	2 012	1 526	-69	63	492	
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 934	1 407			528	
Dépense de consommation individuelle	1 736	1 407			330	
Dépense de consommation collective	198				198	
Ajustements pour variation des droits à pension	22	0	1	21	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i> ¹⁾	78	141	-69	42	-36	-43
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	490	138	272	12	68	
Formation brute de capital fixe	502	137	285	12	68	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-11	1	-13	0	1	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	-1	-1	0	0	0	1
Transferts en capital	35	9	1	2	24	5
Impôts en capital	7	7	0	0		0
Autres transferts en capital	28	2	0	2	24	5
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i> ¹⁾	47	119	-68	43	-47	-47
Écart statistique	1	-21	20	0	0	-1

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

Ressources	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T2 2014						
Compte extérieur						
Importations de biens et services						571
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 257	511	1 300	112	333	
Impôts sur les produits moins subventions sur les produits	253					
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	2 510					
Rémunération des salariés						
Autres impôts (moins les subventions) sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	540	280	221	39	0	
Rémunération des salariés	1 223	1 223				4
Taxes nettes de subventions sur la production	294				294	1
Revenus de la propriété	847	257	225	331	34	152
Intérêts	295	43	35	209	8	52
Autres revenus de la propriété	553	214	191	121	27	101
<i>Revenu national net</i>						
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net	2 045	1 733	2	55	256	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	327				327	1
Cotisations sociales	462	1	18	59	384	2
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	491	491				2
Autres transferts courants	207	95	13	78	21	50
Primes nettes d'assurance-dommages	65			65		3
Indemnités d'assurance-dommages	60	38	9	12	0	8
Autres	82	57	4	1	20	40
<i>Revenu disponible net</i>						
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net	2 012	1 526	-69	63	492	
Dépense de consommation finale						
Dépense de consommation individuelle						
Dépense de consommation collective						
Ajustements pour variation des droits à pension	22	22				0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i>						
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	78	141	-69	42	-36	-43
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	455	116	258	12	70	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	39	8	17	3	11	2
Impôts en capital	7				7	0
Autres transferts en capital	31	8	17	3	3	2
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>						
Écart statistique						

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

(montants en milliards d'euros)

Actifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Fonds d'investissement (hors fonds d'investissement monétaires)	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
T2 2014									
Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers									
Total des actifs financiers	103 560	20 466	17 852	31 289	7 789	13 088	8 308	4 768	20 414
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)	406			406					
Numéraire et dépôts	22 401	7 217	2 109	9 280	357	1 773	835	830	2 941
Titres de créance à court terme	1 149	42	116	479	266	107	101	38	556
Titres de créance à long terme	14 407	1 106	220	5 816	3 063	557	3 216	429	4 610
Crédits	22 107	100	3 329	12 648	86	4 321	636	987	3 068
Actions et autres participations	29 371	4 938	8 477	1 726	3 610	5 915	3 067	1 636	8 547
Actions cotées	5 947	855	1 261	377	2 317	458	366	313	.
Actions non cotées et autres participations	17 685	2 675	6 899	1 127	111	5 250	496	1 126	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	5 739	1 408	317	222	1 182	207	2 205	197	.
Régimes d'assurance et de pension	7 023	6 507	190	29	0	1	285	12	322
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	6 696	555	3 411	905	407	413	168	836	318
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	2 842	116	2 591	5	0	65	5	60	0
<i>Valeur financière nette</i>									
Compte financier, transactions sur actifs financiers									
Total des transactions sur actifs financiers	440	134	48	-184	202	41	61	137	117
Or monétaire et DTS	0			0					0
Numéraire et dépôts	-61	73	-10	-177	6	-27	-14	87	-47
Titres de créance à court terme	-19	0	-3	-22	16	-2	0	-7	17
Titres de créance à long terme	102	-35	-20	-3	98	23	36	4	69
Crédits	127	0	18	-2	5	67	3	36	-5
Actions et autres participations	152	30	26	-8	93	-30	28	12	73
Actions cotées	81	2	1	-9	57	24	5	1	.
Actions non cotées et autres participations	-40	-18	26	3	2	-63	1	9	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	110	45	-1	-2	33	9	22	2	.
Régimes d'assurance et de pension	49	42	0	0	0	0	7	0	11
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	89	24	37	28	-16	11	1	5	-2
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	17	3	16	0	0	-1	0	0	0
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>									
Compte des autres changements, actifs financiers									
Total des autres changements sur actifs financiers	1 040	95	246	72	207	287	134	-1	181
<i>dont revalorisations¹⁾</i>
Or monétaire et DTS	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Numéraire et dépôts	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance à court terme	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance à long terme	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Crédits	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions et autres participations	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions cotées	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions non cotées et autres participations	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Régimes d'assurance et de pension	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>									
Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers									
Total des actifs financiers	105 040	20 695	18 146	31 177	8 199	13 416	8 503	4 904	20 712
Or monétaire et DTS	415			415					
Numéraire et dépôts	22 382	7 288	2 113	9 126	365	1 754	822	915	2 912
Titres de créance à court terme	1 135	39	112	459	291	103	101	30	588
Titres de créance à long terme	14 712	1 089	209	5 860	3 201	605	3 309	439	4 700
Crédits	22 328	101	3 355	12 623	90	4 485	642	1 032	3 075
Actions et autres participations	30 173	5 031	8 698	1 727	3 855	6 035	3 173	1 652	8 670
Actions cotées	6 209	858	1 310	373	2 491	488	380	309	.
Actions non cotées et autres participations	17 912	2 689	7 064	1 132	116	5 271	501	1 139	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	6 052	1 485	324	222	1 249	275	2 292	204	.
Régimes d'assurance et de pension	7 098	6 565	199	34	0	1	288	11	406
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	6 798	582	3 460	933	396	431	170	825	308
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	2 888	119	2 631	6	0	66	5	61	0
<i>Valeur financière nette</i>									

Source : BCE.

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

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

Passifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Fonds d'investissement (hors fonds d'investissement monétaires)	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
T2 2014									
Compte de patrimoine d'ouverture, passifs									
Total des éléments de passif	105 287	6 807	27 247	31 089	7 941	12 598	8 015	11 590	18 361
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)									
Numéraire et dépôts	22 692			22 310				284	2 649
Titres de créance à court terme	1 379		39	577	3	116	1	642	326
Titres de créance à long terme	16 037		1 040	4 420	7	3 062	62	7 446	2 980
Crédits	21 376	6 126	8 790		124	3 574	335	2 426	3 799
Actions et autres participations	30 534	36	14 025	2 753	7 537	5 592	558	32	7 384
Actions cotées	5 692		4 417	640	0	477	158	0	.
Actions non cotées et autres participations	16 467	36	9 608	1 270	5	5 115	399	32	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	8 376			843	7 532				.
Régimes d'assurance et de pension	7 345		362	50	1	5	6 849	5	0
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés	5 872	572	2 936	927	267	211	203	755	1 142
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	2 842	164	2 348	40	0	65	5	157	0
<i>Valeur financière nette</i>	-1 727	13 659	-9 395	200	-152	490	293	-6 822	
Compte financier, transactions sur passifs									
Total des transactions sur passifs	394	36	96	-181	201	-7	64	185	163
Or monétaire et DTS									
Numéraire et dépôts	-155			-155				0	48
Titres de créance à court terme	-22		-7	-9	0	6	0	-13	20
Titres de créance à long terme	106		18	-48	4	-4	4	132	65
Crédits	97	17	39		4	4	4	29	25
Actions et autres participations	181	0	44	-12	198	-47	-3	0	44
Actions cotées	50		21	25	0	5	0	0	.
Actions non cotées et autres participations	-50	0	24	-19	0	-52	-3	0	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	180			-18	198				.
Régimes d'assurance et de pension	61		2	-1	0	0	60	0	0
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés	127	19	0	44	-5	34	-1	36	-40
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	17	6	10	2	0	-1	0	0	0
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>	46	98	-48	-2	1	47	-3	-47	-46
Compte des autres changements, passifs									
Total des autres changements sur passifs	838	-14	215	40	196	160	90	152	376
<i>dont revalorisations¹⁾</i>
Or monétaire et DTS									
Numéraire et dépôts	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance à court terme	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance à long terme	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Crédits	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions et autres participations	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions cotées	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Actions non cotées et autres participations	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Régimes d'assurance et de pension	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>	203	110	31	32	11	128	44	-153	-194
Compte de patrimoine de clôture, passifs									
Total des passifs	106 519	6 829	27 558	30 948	8 338	12 751	8 169	11 927	18 900
Or monétaire et DTS									
Numéraire et dépôts	22 575			22 184				292	2 719
Titres de créance à court terme	1 377		32	569	5	139	1	630	346
Titres de créance à long terme	16 309		1 063	4 399	11	3 061	67	7 707	3 103
Crédits	21 529	6 141	8 842		128	3 609	340	2 468	3 874
Actions et autres participations	31 170	37	14 222	2 753	7 925	5 646	554	33	7 672
Actions cotées	5 742		4 474	625	0	493	149	0	.
Actions non cotées et autres participations	16 676	37	9 748	1 296	5	5 153	404	32	.
Parts de fonds d'investissement (y compris les parts de fonds d'investissement monétaires)	8 752			832	7 920				.
Régimes d'assurance et de pension	7 504		364	49	1	5	7 007	5	0
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés	6 002	577	2 980	939	266	254	193	793	1 104
<i>dont crédits commerciaux et avances</i>	2 888	169	2 384	44	0	66	5	156	0
<i>Valeur financière nette</i>	-1 479	13 867	-9 412	229	-139	665	334	-7 023	

Source : BCE.

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

3.2 Ménages

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

	2010	2011	2012	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014	T3 2013- T2 2014
Revenu, épargne et variations de la valeur nette								
Rémunération des salariés (+)	4 570	4 672	4 726	4 738	4 751	4 772	4 794	4 818
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 488	1 530	1 512	1 522	1 528	1 545	1 551	1 554
Intérêts à recevoir (+)	191	212	200	186	180	176	172	170
Intérêts à payer (-)	128	147	130	116	110	107	104	102
Autres revenus nets de la propriété (+)	736	758	765	746	754	754	749	744
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	869	901	948	965	972	977	984	990
Cotisations sociales nettes (-)	1 718	1 766	1 804	1 819	1 827	1 834	1 841	1 851
Prestations sociales nettes (+)	1 812	1 837	1 882	1 903	1 913	1 924	1 930	1 938
Transferts courants nets à recevoir (+)	71	70	77	77	76	81	82	83
= Revenu disponible brut	6 153	6 267	6 280	6 273	6 294	6 333	6 349	6 362
Dépense de consommation finale (-)	5 367	5 512	5 538	5 535	5 551	5 561	5 580	5 602
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	72	73	76	76	78	78	79	80
= Épargne brute	859	828	818	814	821	850	848	841
Consommation de capital fixe (-)	429	440	449	452	453	455	456	459
Transferts en capital nets à recevoir (+)	35	7	5	6	2	-3	-4	-7
Autres variations de la valeur nette (+)	644	-210	-142	-408	-204	-164	253	658
= Variations de la valeur nette	1 109	185	232	-40	165	228	640	1 033
Investissement, financement et variations de la valeur nette								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	571	580	557	543	541	537	538	537
Consommation de capital fixe (-)	429	440	449	452	453	455	456	459
Investissement financier (+), dont :	462	363	342	378	349	330	326	339
Actifs à court terme	42	126	193	165	132	92	69	96
Numéraire et dépôts	119	118	225	218	189	130	104	128
Parts de fonds d'investissement monétaires	-50	-70	8	65	68	44	41	59
Titres de créance ¹⁾	-17	30	0	-22	-30	-24	-15	-9
Actifs à long terme	388	237	144	167	192	199	231	207
Dépôts	57	54	10	10	28	58	61	43
Titres de créance	-23	67	-91	-137	-155	-141	-120	-111
Actions et autres participations	104	-1	95	148	165	120	127	111
Actions cotées, non cotées et autres participations	95	47	56	53	70	62	67	30
Parts de fonds d'investissement non monétaires	9	-47	39	95	95	58	60	81
Droits sur les assurances-vie et droits à pension	.	.	32	116	154	162	163	165
Financement (-),	177	87	32	-11	-24	-24	1	54
dont prêts	114	88	11	-17	-6	-22	-14	-1
dont auprès des IMF de la zone euro	147	81	23	-1	5	-6	-6	-35
Autres variations des actifs (+)	78	-212	-1 182	-1 342	-1 051	-1 142	-781	-535
Actifs non financiers ²⁾	198	-379	600	379	304	403	487	707
Actifs financiers	52	-334	372	260	287	427	381	526
Actions et autres participations	.	.	44	30	9	-17	72	148
Droits sur les assurances-vie et droits à pension	376	361	381	483	495	573	538	478
Flux nets résiduels (+)	376	361	381	483	495	573	538	478
= Variations de la valeur nette	1 109	185	232	-40	165	228	640	1 033
Compte de patrimoine								
Actifs non financiers ²⁾ (+)	29 932	30 299	29 674	29 248	29 369	29 068	28 992	29 249
dont patrimoine immobilier	28 427	28 749	28 104	27 658	27 770	27 462	27 376	27 625
Actifs financiers (+)	18 620	18 613	19 545	19 716	19 889	20 261	20 466	20 695
Actifs à court terme	5 834	5 973	6 143	6 196	6 173	6 222	6 223	6 289
Numéraire et dépôts	5 597	5 728	5 949	6 031	6 018	6 076	6 084	6 159
Parts de fonds d'investissement monétaires	1 274	1 153	1 250	1 311	1 343	1 372	1 408	1 485
Titres de créance ¹⁾	53	78	73	56	54	49	49	46
Actifs à long terme	11 650	11 464	12 239	12 286	12 505	12 843	13 018	13 214
Dépôts	1 062	1 114	1 133	1 152	1 166	1 190	1 190	1 183
Titres de créance	1 296	1 266	1 240	1 132	1 104	1 087	1 095	1 078
Actions et autres participations	4 142	3 804	4 187	4 247	4 451	4 715	4 740	4 827
Actions cotées, non cotées et autres participations	3 027	2 799	3 126	3 119	3 294	3 533	3 530	3 546
Parts de fonds d'investissement non monétaires	1 116	1 006	1 060	1 128	1 157	1 182	1 210	1 280
Droits sur les assurances-vie et droits à pension	.	.	5 704	5 778	5 794	5 853	5 973	6 026
Passifs (-)	6 679	6 845	6 866	6 819	6 794	6 799	6 807	6 829
dont prêts	6 094	6 184	6 187	6 158	6 156	6 143	6 126	6 141
dont auprès des IMF de la zone euro	5 189	5 257	5 269	5 259	5 251	5 239	5 226	5 196
= Valeur nette	41 841	42 026	42 258	42 072	42 406	42 486	42 610	43 105

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

3.3 Sociétés non financières

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

	2010	2011	2012	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014	T3 2013- T2 2014
Revenu et épargne								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 900	5 076	5 106	5 104	5 113	5 122	5 147	5 163
Rémunération des salariés (-)	2 904	2 995	3 043	3 052	3 061	3 076	3 092	3 109
Autres impôts (moins subventions) sur la production (-)	31	40	49	48	52	62	59	58
= Excédent brut d'exploitation (+)	1 966	2 041	2 013	2 004	1 999	1 984	1 996	1 997
Consommation de capital fixe (-)	935	968	996	1 003	1 007	1 011	1 017	1 022
= Excédent net d'exploitation (+)	1 031	1 074	1 017	1 001	993	973	980	974
Revenus de la propriété à recevoir (+)	548	602	565	536	531	509	503	499
Intérêts à recevoir	155	175	158	152	150	148	145	142
Autres revenus de la propriété à recevoir	393	427	408	384	381	361	358	357
Intérêts et loyers à payer (-)	275	332	307	272	267	253	236	225
= Revenu d'entreprise net (+)	1 303	1 344	1 276	1 266	1 256	1 230	1 247	1 248
Revenu distribué (-)	909	909	939	904	898	875	875	887
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	173	194	201	206	206	207	209	207
Autres transferts nets (-)	52	54	62	63	63	64	64	65
= Épargne nette	143	154	62	77	72	61	79	69
Investissement, financement et épargne								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	178	146	127	111	105	99	88	82
Formation brute de capital fixe (+)	1 052	1 122	1 124	1 108	1 108	1 112	1 121	1 122
Consommation de capital fixe (-)	935	968	996	1 003	1 007	1 011	1 017	1 022
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	-9	-8	2	-8	-10	-12	-17	-17
Investissement financier (+)	750	546	164	176	221	169	164	199
Numéraire et dépôts	89	81	59	36	86	96	103	102
Titres de créance	23	-15	-21	-44	-41	-36	-14	-29
Prêts	182	100	67	-19	-49	-72	-47	-24
Actions et autres participations	243	292	88	41	25	6	-51	7
<i>dont actions non cotées et autres participations</i>	236	297	86	30	6	-22	-51	14
<i>dont parts de fonds d'investissement</i>	-29	-31	0	-2	-2	2	-6	4
Autres actifs financiers	213	88	-29	161	201	175	174	142
Financement (-)	623	559	201	216	255	170	124	135
Titres de créance	70	48	115	90	88	79	73	72
À court terme	-5	11	1	-4	3	-3	-11	-18
À long terme	75	37	113	94	85	82	84	90
Prêts	113	188	-31	-111	-170	-185	-182	-111
À court terme	-111	80	-4	15	-20	-34	-29	29
À long terme	224	107	-26	-126	-150	-151	-153	-140
Actions et autres participations	231	202	182	156	223	224	250	220
<i>dont actions non cotées et autres participations</i>	198	169	152	121	184	199	206	177
Crédits commerciaux et avances	.	.	50	29	23	8	6	-9
Autres passifs	-31	-3	40	88	89	42	-22	-36
Transferts en capital nets à recevoir (-)	-92	-78	-78	-81	-72	-64	-64	-62
= Épargne nette	143	154	62	77	72	61	79	69
Bilan financier								
Actifs financiers (+)	16 058	16 239	16 898	16 985	17 451	17 765	17 852	18 146
Numéraire et dépôts	.	.	.	.	.	.	.	.
Titres de créance	363	361	362	333	333	325	336	321
Prêts	3 254	3 379	3 413	3 356	3 364	3 341	3 329	3 355
Actions et autres participations	7 107	6 950	7 548	7 678	8 072	8 254	8 477	8 698
<i>dont actions non cotées et autres participations</i>	5 721	5 795	6 228	6 348	6 641	6 717	6 899	7 064
<i>dont parts de fonds d'investissement</i>	318	268	296	285	293	311	317	324
Autres actifs financiers	3 455	3 593	3 503	3 606	3 614	3 704	3 716	3 659
Passifs financiers (-)	25 494	24 907	25 958	26 016	26 815	27 201	27 247	27 558
Titres de créance	842	834	995	1 010	1 041	1 052	1 079	1 096
À court terme	30	40	41	50	50	36	39	32
À long terme	811	794	954	960	991	1 016	1 040	1 063
Prêts	9 039	9 181	9 104	9 042	9 004	8 829	8 790	8 842
À court terme	2 296	2 354	2 310	2 365	2 324	2 229	2 274	2 335
À long terme	6 743	6 827	6 794	6 677	6 681	6 599	6 516	6 508
Actions et autres participations	12 030	11 312	12 313	12 537	13 394	13 890	14 025	14 222
<i>dont actions non cotées et autres participations</i>	8 480	8 272	8 820	8 942	9 448	9 619	9 608	9 748
Crédits commerciaux et avances	.	.	2 392	2 353	2 343	2 398	2 348	2 384
Autres passifs	396	406	1 100	1 019	978	978	950	959

Sources : BCE et Eurostat.

3.4 Sociétés financières

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

	2010	2011	2012	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013	T2 2013- T1 2014	T3 2013- T2 2014
Revenu et épargne								
Valeur ajoutée nette (prix de base) (+)	393	385	382	379	379	380	385	389
Rémunération des salariés (-)	229	232	233	234	234	235	235	235
Autres impôts (moins subventions) sur la production (-)	13	16	21	20	20	19	19	20
= Excédent net d'exploitation (+)	151	137	128	125	125	126	131	135
Intérêts à recevoir (+)	976	1 079	1 027	949	916	886	865	848
Intérêts à payer (-)	739	819	760	699	670	644	628	616
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	358	376	335	333	328	320	326	321
Revenus de la propriété attribués aux assurés et loyers (-)	266	279	279	278	278	277	283	325
= Revenu d'entreprise net (+)	480	495	451	429	422	412	411	401
Variation des droits à pension (-)	70	68	70	71	74	74	75	76
Revenus distribués (-)	249	248	236	248	248	237	244	224
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	40	41	45	48	50	50	50	50
Transferts en capital nets et autres transferts nets (-)	104	84	130	138	142	110	103	98
= Variations de la valeur nette dues aux transactions (+)	184	171	216	182	173	136	122	126
Autres variations de la valeur nette (+)	293	-268	97	-36	-135	-222	-253	54
= Variations de la valeur nette	477	-98	313	146	38	-86	-131	180
Investissement, financement et épargne								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	1	6	-1	-2	-2	3	-1	2
Investissement financier (+)	1 377	2 644	1 144	-1 034	-1 363	-1 341	-957	-736
Numéraire et dépôts	87	1 774	34	-1 964	-1 950	-1 847	-1 243	-1 204
Titres de créance	-152	110	-110	-288	-345	-474	-409	-353
Prêts	532	251	328	92	-122	-208	-245	-183
<i>dont à long terme</i>	520	210	234	71	5	-100	-111	-118
Actions et autres participations	376	321	382	444	490	657	562	614
Autres actifs financiers	84	21	-60	-3	-54	-52	-118	-83
Financement (-)	1 195	2 479	927	-1 218	-1 538	-1 475	-1 080	-861
Numéraire et dépôts	281	1 838	234	-1 924	-1 968	-1 910	-1 418	-1 338
Titres de créance	-152	110	-110	-288	-345	-474	-409	-353
Prêts	169	38	127	78	-63	-4	-40	-70
<i>dont à long terme</i>	131	19	9	17	-29	61	50	17
Actions et autres participations	562	379	595	680	604	658	575	603
Actions cotées	38	56	30	44	34	33	45	39
Actions non cotées et autres participations	286	333	266	267	163	232	137	42
Parts de fonds d'investissement	238	-10	299	368	407	393	393	522
Régimes d'assurance et de pension	284	116	159	184	192	191	191	212
Autres passifs	49	-3	-77	54	43	65	22	86
Autres variations des actifs financiers (+)	756	-539	1 181	243	-237	-266	-122	1 132
<i>dont titres de créance</i>	47	-258	579	36	-185	-247	-48	349
<i>dont actions et autres participations</i>	519	-542	671	530	465	465	415	933
Autres variations des passifs financiers (-)	476	-304	946	156	-201	-138	143	1 259
= Variations de la valeur nette	477	-98	313	146	38	-86	-131	180
Bilan financier								
Actifs financiers (+)	57 013	59 104	61 436	60 807	60 255	59 868	60 474	61 295
Numéraire et dépôts	12 506	14 412	14 374	13 320	12 889	12 391	12 245	12 066
Titres de créance	12 327	12 341	13 377	13 471	13 342	13 279	13 605	13 929
Prêts	17 495	17 781	18 136	18 163	17 799	17 668	17 692	17 840
<i>dont à long terme</i>	13 805	14 023	14 352	14 297	14 151	14 148	14 199	14 220
Actions et autres participations	12 069	11 870	12 932	13 195	13 566	14 050	14 319	14 791
Autres actifs financiers	2 616	2 700	2 618	2 657	2 659	2 480	2 613	2 668
Passifs financiers (-)	56 328	58 517	60 536	59 897	59 363	59 054	59 643	60 205
Numéraire et dépôts	22 471	24 362	24 549	23 577	23 065	22 531	22 354	22 228
Titres de créance	8 595	8 738	8 824	8 565	8 423	8 253	8 248	8 253
Prêts	3 770	3 988	4 148	4 274	4 046	3 982	4 034	4 077
<i>dont à long terme</i>	2 329	2 582	2 603	2 664	2 610	2 630	2 716	2 700
Actions et autres participations	13 582	13 399	14 809	15 028	15 410	15 936	16 440	16 878
Actions cotées	998	803	938	963	1 068	1 184	1 274	1 267
Actions non cotées et autres participations	5 685	5 917	6 382	6 379	6 442	6 661	6 790	6 858
Parts de fonds d'investissement	6 898	6 678	7 488	7 686	7 901	8 092	8 376	8 752
Régimes d'assurance et de pension	6 099	6 230	6 558	6 657	6 691	6 749	6 906	7 062
Autres passifs	1 757	1 745	1 593	1 741	1 674	1 551	1 608	1 652

Sources : BCE et Eurostat.

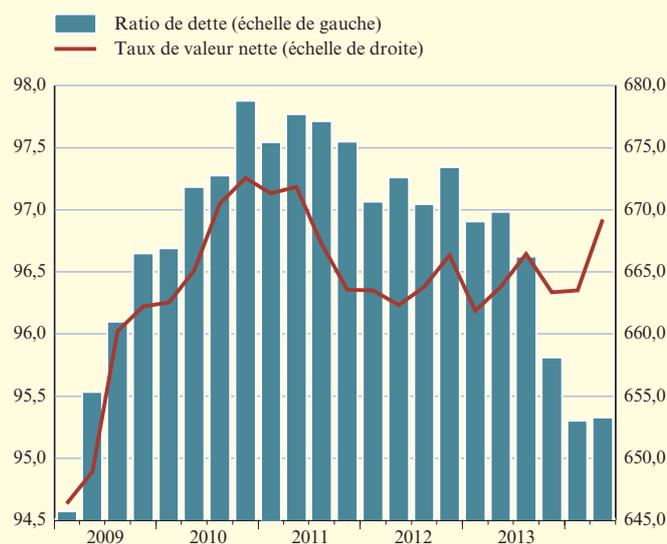
3.5 Ménages et sociétés non financières, indicateurs synthétiques

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

	2009	2010	2011	2012	T2 2013	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014
Ménages	<i>en pourcentage du revenu disponible brut ajusté</i>								
Taux d'épargne	15,0	13,8	13,1	12,9	12,8	12,9	13,3	13,2	13,0
Taux d'investissement	9,3	9,1	9,0	8,7	8,5	8,5	8,3	8,4	8,3
Ratio de dette	96,6	97,9	97,6	97,3	97,0	96,6	95,8	95,3	95,3
Taux de valeur nette	662,2	672,6	663,6	666,3	663,8	666,5	663,4	663,5	669,2
	<i>variations annuelles en pourcentage</i>								
Rémunération des salariés	-0,2	1,4	2,2	1,1	0,5	1,1	1,7	1,9	2,0
Revenu disponible brut (ajusté)	-0,3	1,0	1,8	0,3	-0,3	1,5	2,5	1,1	0,9
Dépense de consommation finale	-1,8	2,4	2,7	0,5	0,2	1,2	0,7	1,4	1,6
Épargne brute	9,2	-7,1	-3,6	-1,2	-3,0	3,9	14,5	-0,9	-2,8
Investissement financier	2,8	2,4	1,9	1,8	2,0	1,8	1,7	1,6	1,7
Financement	2,4	2,7	1,3	0,5	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,8
Sociétés non financières	<i>en pourcentage de la valeur ajoutée brute (sauf indication contraire)</i>								
Participation aux bénéfices	24,7	26,6	26,5	25,0	24,8	24,6	24,0	24,2	24,2
Taux d'investissement	21,5	21,5	22,1	22,0	21,7	21,7	21,7	21,8	21,7
Ratio de dette (dette/PIB)	-	-	-	-	130,2	129,6	128,0	126,8	127,4
Ratio de levier (dette/passif total)	-	-	-	-	49,1	47,5	46,5	46,2	46,0
	<i>variations annuelles en pourcentage</i>								
Valeur ajoutée brute	-4,9	2,9	3,6	0,6	0,6	0,7	0,7	2,0	1,3
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte	-9,8	5,2	3,9	-1,4	-0,3	-0,8	-3,0	2,3	0,1
Revenu d'entreprise net	-12,2	11,0	3,1	-5,1	-2,2	-3,2	-9,1	6,0	0,5
Formation brute de capital fixe	-14,6	2,8	6,6	0,2	-0,8	0,1	1,3	3,6	0,2
Investissement financier	1,0	4,8	3,3	1,0	1,2	1,4	1,0	1,0	1,2
Financement	0,1	2,4	2,1	0,8	0,9	1,0	0,7	0,5	0,5

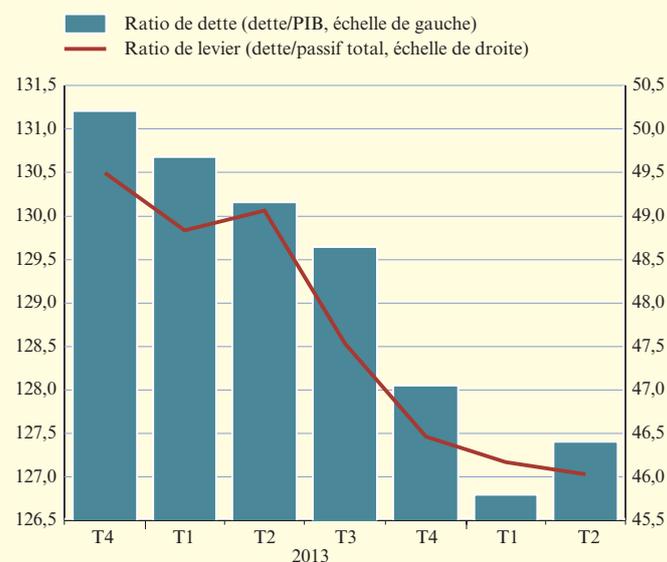
G15 Dette et valeur nette des ménages

(en pourcentage du revenu disponible brut ajusté)



G16 Dette et levier d'endettement des sociétés non financières

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



Sources : BCE et Eurostat.



MARCHÉS FINANCIERS

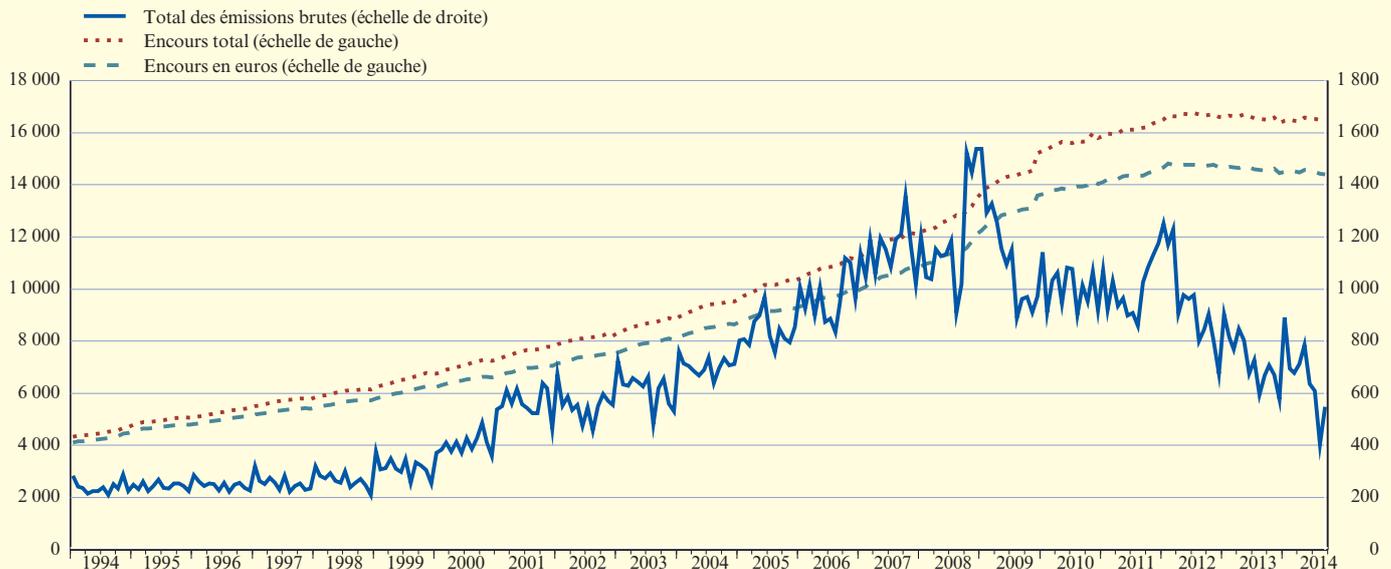
4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises

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

	Total en euros ¹⁾			Par les résidents de la zone euro									
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			Toutes devises confondues					Données cvs ²⁾	
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Taux de croissance annuels	Émissions nettes	Taux de croissance semestriels	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total													
2013	16 808,3	607,9	10,2	14 559,4	557,3	-6,8	16 517,5	668,1	-5,2	-0,7	29,0	-0,3	
Septembre	16 809,8	644,0	2,5	14 548,5	573,8	-9,8	16 484,0	706,8	-22,3	-1,0	-32,0	-0,5	
Octobre	16 919,2	598,4	109,7	14 630,1	539,6	81,9	16 571,1	670,8	85,7	-0,8	9,2	-0,5	
Novembre	16 742,9	517,6	-186,1	14 456,8	479,4	-183,1	16 352,1	577,4	-220,0	-1,3	-109,8	-1,6	
Décembre	16 764,3	795,4	21,4	14 487,8	739,4	30,9	16 459,7	890,4	89,8	-0,8	63,2	-0,3	
2014	16 835,2	628,8	66,7	14 545,8	575,6	53,9	16 516,9	694,6	66,3	-0,6	2,8	-0,5	
Janvier	16 814,5	650,9	-21,6	14 512,7	581,8	-34,0	16 464,1	677,8	-53,4	-0,8	-43,9	-1,3	
Février	16 792,7	682,9	-20,3	14 477,1	619,7	-34,1	16 424,2	711,6	-36,6	-1,0	-41,6	-1,4	
Mars	16 897,0	731,2	104,2	14 581,3	658,2	104,0	16 570,6	784,8	130,5	-0,8	42,2	-1,1	
Avril	16 874,3	598,1	-23,4	14 537,7	522,5	-44,3	16 552,8	637,5	-18,2	-0,5	28,1	0,6	
Mai	16 853,1	558,5	-21,7	14 496,6	500,6	-42,1	16 532,7	609,2	-35,9	-0,2	1,7	-0,1	
Juin	16 796,3	336,3	-56,9	14 435,1	300,7	-61,7	16 480,0	402,8	-63,7	-0,5	-27,5	-0,5	
Juillet	16 807,9	511,2	12,3	14 407,0	428,9	-27,0	16 512,4	547,7	-0,8	-0,5	29,5	0,4	
Août	Long terme												
Septembre	15 542,7	223,7	16,9	13 372,6	190,6	6,0	15 080,7	216,7	15,5	0,1	43,1	0,4	
2013	15 569,7	249,5	27,0	13 381,0	199,4	8,6	15 074,6	228,6	2,9	-0,1	-6,7	0,5	
Septembre	15 685,5	252,0	114,6	13 472,6	210,1	90,6	15 182,0	240,2	105,8	0,2	30,4	0,7	
Octobre	15 586,4	155,1	-99,6	13 382,3	134,2	-90,8	15 070,8	149,6	-102,6	0,1	-27,8	0,4	
Novembre	15 550,8	273,7	-34,5	13 349,3	237,4	-31,8	15 080,6	290,3	-3,9	0,0	1,3	0,9	
Décembre	15 614,3	231,8	63,3	13 402,9	197,6	53,4	15 129,6	228,5	61,4	0,3	-0,3	0,5	
2014	15 566,2	257,1	-49,4	13 350,4	209,1	-53,9	15 073,1	238,5	-57,5	-0,1	-38,0	-0,5	
Janvier	15 575,1	273,7	9,1	13 339,1	227,5	-11,2	15 061,8	250,3	-9,4	-0,1	-19,0	-0,7	
Février	15 672,7	327,5	98,4	13 445,4	278,4	107,1	15 205,6	322,5	130,8	0,2	51,8	-0,4	
Mars	15 687,1	253,9	12,7	13 447,0	200,7	0,0	15 221,3	246,7	15,2	0,4	29,6	0,3	
Avril	15 644,3	218,9	-44,6	13 381,2	180,2	-68,3	15 164,5	206,6	-72,7	0,5	-13,7	0,1	
Mai	15 586,4	76,2	-57,8	13 324,9	65,1	-56,3	15 114,1	76,0	-59,5	0,2	-20,6	-0,1	
Juin	15 618,0	237,6	31,6	13 328,0	179,7	3,4	15 171,2	216,8	26,9	0,2	50,1	1,0	
Juillet													
Août													
Septembre													

G17 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro

(montants en milliards d'euros)



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

1) Total des émissions de titres autres que des actions, libellés en euros, par les résidents et les non-résidents de la zone euro.

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

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

1. Encours et émissions brutes

	Encours						Émissions brutes ¹⁾					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2012	16 594	5 400	3 256	980	6 274	684	958	589	81	68	187	33
2013	16 352	4 888	3 183	1 050	6 558	674	730	385	65	64	188	29
2013 T4	16 352	4 888	3 183	1 050	6 558	674	652	341	58	65	163	25
2014 T1	16 464	4 820	3 188	1 076	6 699	681	754	371	71	69	202	41
T2	16 553	4 738	3 209	1 096	6 828	682	711	325	83	74	195	35
T3	16 512	4 672	3 239	1 123	6 783	696	520	212	64	49	165	31
2014 Juin	16 553	4 738	3 209	1 096	6 828	682	638	286	68	62	183	39
Juillet	16 533	4 702	3 248	1 113	6 790	680	609	233	88	64	190	34
Août	16 480	4 684	3 219	1 116	6 775	687	403	191	38	33	119	22
Septembre	16 512	4 672	3 239	1 123	6 783	696	548	211	64	49	185	38
	Court terme											
2012	1 489	601	136	82	606	64	703	490	37	52	104	21
2013	1 281	474	111	74	571	52	513	315	27	47	103	21
2013 T4	1 281	474	111	74	571	52	446	269	23	45	91	18
2014 T1	1 391	530	143	82	579	57	502	289	35	50	100	27
T2	1 331	516	113	79	572	51	438	246	21	54	92	25
T3	1 341	509	126	81	576	49	353	165	34	37	97	21
2014 Juin	1 331	516	113	79	572	51	391	218	18	40	86	29
Juillet	1 368	516	145	87	577	44	403	181	52	45	105	21
Août	1 366	527	133	86	573	47	327	162	27	30	91	16
Septembre	1 341	509	126	81	576	49	331	153	22	36	95	25
	Long terme ²⁾											
2012	15 106	4 799	3 120	898	5 668	620	255	99	45	16	84	12
2013	15 071	4 414	3 072	975	5 988	622	217	69	38	17	85	8
2013 T4	15 071	4 414	3 072	975	5 988	622	206	72	35	20	72	7
2014 T1	15 073	4 290	3 045	994	6 120	624	252	82	36	19	102	14
T2	15 221	4 223	3 095	1 017	6 256	631	273	79	62	20	103	9
T3	15 171	4 163	3 113	1 042	6 206	647	166	46	30	12	68	11
2014 Juin	15 221	4 223	3 095	1 017	6 256	631	247	67	50	22	97	10
Juillet	15 164	4 186	3 103	1 027	6 213	636	207	52	37	20	85	13
Août	15 114	4 157	3 086	1 030	6 201	640	76	29	11	3	28	6
Septembre	15 171	4 163	3 113	1 042	6 206	647	217	58	43	13	90	13
	<i>dont : long terme à taux fixe</i>											
2012	10 431	2 809	1 211	809	5 157	444	165	54	18	15	71	7
2013	10 676	2 646	1 316	875	5 386	452	144	36	19	14	69	6
2013 T4	10 676	2 646	1 316	875	5 386	452	137	37	18	18	59	5
2014 T1	10 748	2 563	1 316	888	5 521	461	183	46	20	16	90	11
T2	10 931	2 539	1 390	909	5 626	467	183	38	38	18	82	7
T3	10 933	2 507	1 417	929	5 597	483	117	24	16	10	59	8
2014 Juin	10 931	2 539	1 390	909	5 626	467	170	40	19	19	86	7
Juillet	10 896	2 524	1 404	915	5 582	471	142	30	17	16	72	8
Août	10 862	2 500	1 401	919	5 567	475	48	11	7	2	23	4
Septembre	10 933	2 507	1 417	929	5 597	483	161	31	23	12	82	12
	<i>dont : long terme à taux variable</i>											
2012	4 245	1 734	1 812	86	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3 980	1 562	1 651	97	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 T4	3 980	1 562	1 651	97	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 T1	3 908	1 529	1 615	100	501	163	58	31	13	3	8	3
T2	3 875	1 491	1 581	101	538	163	77	37	20	2	17	2
T3	3 837	1 465	1 571	105	531	164	39	17	12	2	6	2
2014 Juin	3 875	1 491	1 581	101	538	163	61	22	25	2	8	4
Juillet	3 856	1 470	1 575	105	542	165	52	16	17	4	11	5
Août	3 839	1 466	1 562	105	542	165	19	12	2	0	2	2
Septembre	3 837	1 465	1 571	105	531	164	45	22	17	1	4	1

Source : BCE.

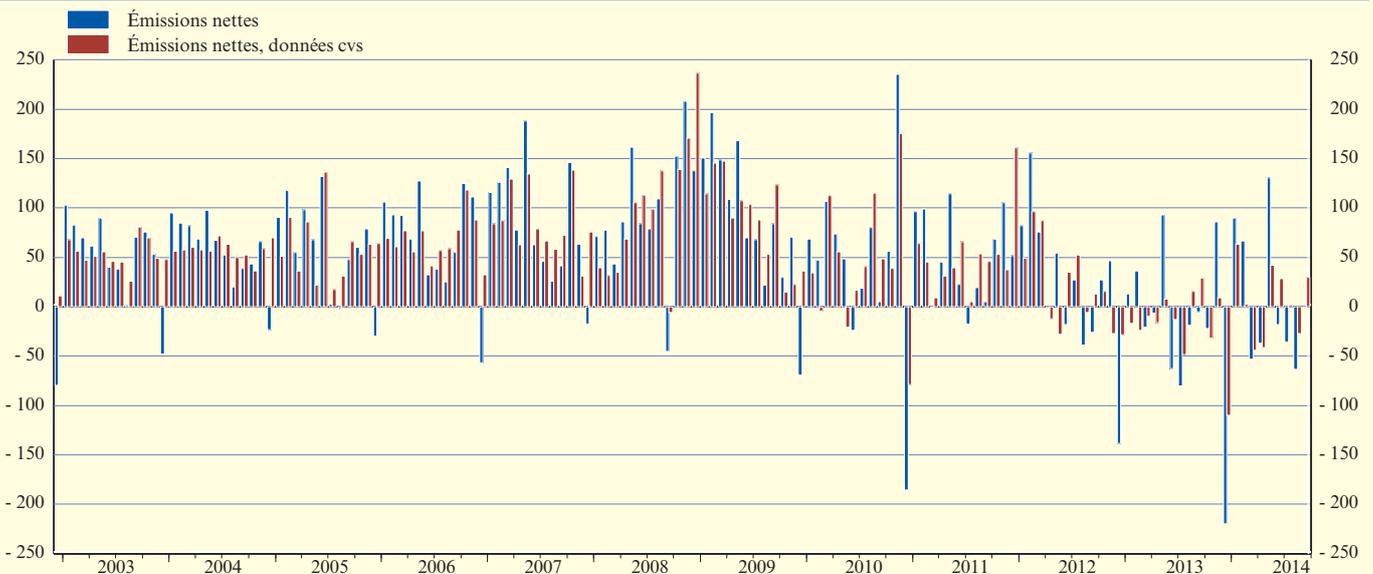
- Les données mensuelles pour les émissions brutes concernent les transactions effectuées au cours du mois. À des fins de comparaison, les données trimestrielles et annuelles concernent les moyennes mensuelles respectives.
- L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et celui des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable correspond aux obligations zéro coupon et aux effets de valorisation.

4.2 Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions, par secteurs émetteurs et par instruments (montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; opérations sur la période en valeur nominale)

2. Émissions nettes

	Données brutes ¹⁾						Données cvs ¹⁾					
	Total	IFM (Euroystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Euroystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2012	20,5	-8,2	2,0	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-17,4	-39,8	-7,6	6,6	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 T4	-52,2	-35,4	-22,5	3,2	0,9	1,4	-44,2	-29,8	-37,1	5,8	16,2	0,8
2014 T1	34,2	-21,0	-2,5	8,6	46,9	2,3	7,4	-29,9	2,2	6,7	27,6	0,8
T2	25,2	-28,4	5,8	6,0	41,6	0,2	9,6	-27,8	5,2	5,9	25,4	0,8
T3	-33,4	-30,3	4,4	5,3	-16,4	3,6	1,2	-27,4	14,2	4,7	4,6	5,1
2014 Juin	-18,2	-46,5	-23,7	3,1	41,7	7,3	28,1	-29,4	9,3	9,5	31,4	7,2
Juillet	-35,9	-40,9	32,4	14,4	-39,0	-2,9	1,7	-45,8	33,1	12,8	2,3	-0,7
Août	-63,7	-23,4	-31,3	1,0	-16,1	6,2	-27,5	-23,2	-14,8	5,5	-2,4	7,4
Septembre	-0,8	-26,7	12,0	0,6	5,8	7,6	29,5	-13,2	24,3	-4,2	13,8	8,7
	Long terme											
2012	30,3	0,4	-0,1	10,2	15,6	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	0,7	-29,4	-4,2	7,2	26,9	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 T4	2,0	-14,5	-11,5	8,5	19,8	-0,2	-1,4	-9,7	-23,3	8,7	22,4	0,5
2014 T1	0,0	-38,9	-11,9	5,9	44,1	0,7	-12,3	-42,1	-5,8	6,2	30,1	-0,7
T2	45,5	-23,2	15,6	7,1	44,1	2,0	20,8	-28,7	13,0	6,9	28,9	0,7
T3	-35,1	-27,0	0,2	4,7	-17,6	4,7	5,3	-22,9	7,9	4,4	9,2	6,6
2014 Juin	15,2	-39,6	-3,3	7,1	46,9	4,2	29,6	-39,9	23,7	7,3	36,8	1,7
Juillet	-72,7	-41,9	1,1	6,8	-43,7	5,0	-13,7	-40,7	1,2	8,2	8,4	9,2
Août	-59,5	-32,6	-19,7	1,7	-12,2	3,3	-20,6	-27,4	-3,8	5,8	1,0	3,9
Septembre	26,9	-6,5	19,1	5,6	3,1	5,7	50,1	-0,5	26,2	-0,8	18,3	6,8

G18 Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs (montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois en valeur nominale)



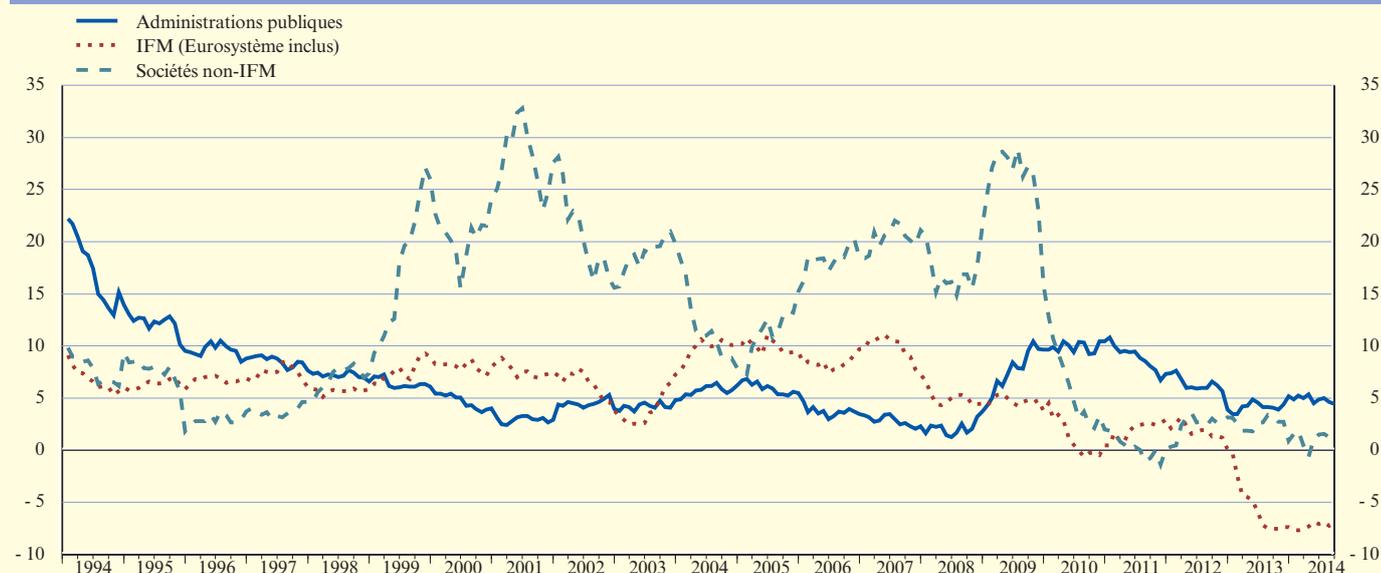
Source : BCE.

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

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

	Taux de croissance annuels (données brutes)						Taux de croissance semestriels (données cvs)						
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		
	1	2	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	7	8	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	
	Total												
2013	Septembre	-0,7	-8,9	1,6	10,0	4,1	-3,8	-0,3	-8,3	1,6	8,1	4,4	-2,8
	Octobre	-1,0	-9,0	0,6	9,9	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	-0,5	7,8	4,4	-4,6
	Novembre	-0,8	-8,8	0,6	10,0	4,0	-2,6	-0,5	-6,2	-1,3	10,8	3,0	-2,0
	Décembre	-1,3	-8,9	-2,8	8,1	4,6	-1,1	-1,6	-7,3	-5,8	9,8	3,1	0,1
2014	Janvier	-0,8	-8,1	-1,8	9,6	4,4	-2,0	-0,3	-4,9	-4,4	12,6	3,3	1,8
	Février	-0,6	-7,8	-2,0	8,6	4,5	0,7	-0,5	-5,9	-4,3	9,7	3,9	2,3
	Mars	-0,8	-7,7	-2,4	7,8	4,2	-0,7	-1,3	-7,0	-6,3	7,3	4,0	1,4
	Avril	-1,0	-7,6	-3,7	6,4	4,7	-1,9	-1,4	-7,7	-6,9	5,0	4,9	1,0
	Mai	-0,8	-7,1	-2,4	7,8	3,8	-1,2	-1,1	-8,0	-3,6	5,3	4,5	-0,5
	Juin	-0,5	-7,1	-2,2	8,6	4,0	0,8	0,6	-6,9	1,4	7,3	4,9	1,4
	Juillet	-0,2	-7,1	-1,2	9,0	3,9	1,6	-0,1	-9,2	2,1	5,7	4,6	1,3
	Août	-0,5	-7,1	-1,8	8,3	3,6	1,7	-0,5	-8,2	0,9	7,0	3,3	1,0
	Septembre	-0,5	-6,9	-1,4	6,7	3,3	3,4	0,4	-6,8	3,7	6,0	2,7	5,3
	Long terme												
2013	Septembre	0,1	-7,5	1,2	11,0	4,4	0,3	0,4	-8,2	1,4	9,2	5,4	2,1
	Octobre	-0,1	-7,5	0,4	10,7	4,2	0,8	0,5	-6,8	-0,2	9,1	5,5	1,4
	Novembre	0,2	-7,4	0,5	10,7	4,8	0,4	0,7	-5,1	-1,0	13,1	4,3	1,6
	Décembre	0,1	-7,4	-1,6	9,7	5,7	0,6	0,4	-4,7	-3,7	12,9	4,4	2,6
2014	Janvier	0,0	-7,6	-0,9	10,1	5,5	-1,1	0,9	-3,8	-2,6	13,8	4,6	1,2
	Février	0,3	-7,7	-0,5	10,0	5,6	1,8	0,5	-5,8	-2,9	11,7	5,3	2,7
	Mars	-0,1	-7,6	-2,2	9,5	5,4	1,0	-0,5	-6,9	-5,5	9,6	5,4	-0,2
	Avril	-0,1	-7,3	-3,3	8,4	5,9	0,5	-0,7	-7,7	-6,3	7,5	6,4	-0,5
	Mai	0,2	-6,9	-1,7	10,4	4,9	0,7	-0,4	-8,6	-2,5	7,9	5,6	-0,3
	Juin	0,4	-7,1	-1,2	10,5	5,2	1,3	0,3	-9,4	1,4	8,2	6,0	0,0
	Juillet	0,5	-6,9	-1,1	10,5	5,2	2,8	0,1	-9,8	0,5	7,3	5,9	4,4
	Août	0,2	-7,3	-1,3	9,7	4,8	2,7	-0,1	-8,7	0,3	7,7	4,4	2,6
	Septembre	0,2	-7,0	-0,7	8,2	4,6	3,5	1,0	-7,1	4,1	6,9	3,8	7,2

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



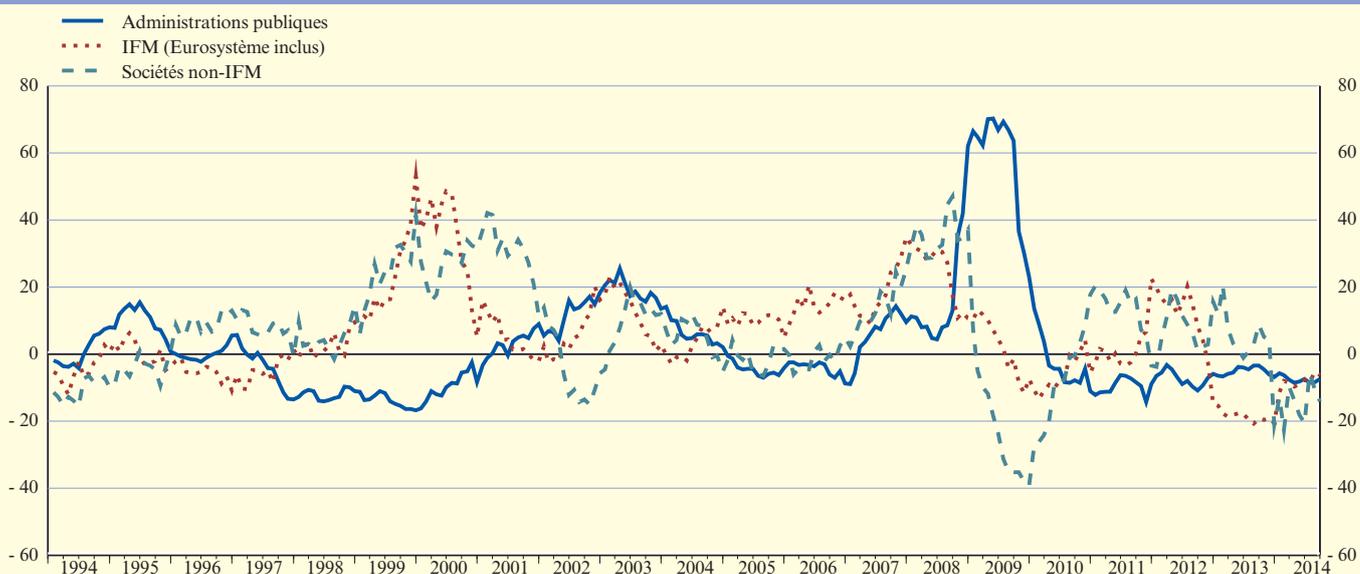
Source : BCE.

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

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

	Long terme à taux fixe						Long terme à taux variable					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
	13	14	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	19	20	Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
Toutes devises confondues												
2012	5,3	4,1	1,9	10,4	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3
2013	3,3	-3,2	6,7	13,5	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,6	5,1	-1,3	-0,8
2013 T4	2,3	-5,0	5,3	10,4	4,3	2,6	-6,7	-9,8	-8,1	12,2	6,5	-4,1
2014 T1	1,8	-5,9	1,4	9,6	4,9	1,8	-5,1	-8,5	-7,5	14,2	12,8	-2,5
T2	1,9	-6,2	2,0	9,2	4,8	2,6	-5,3	-6,9	-9,5	14,4	11,3	-3,9
T3	2,1	-6,1	3,0	9,4	4,5	4,6	-5,0	-7,5	-8,8	12,3	13,2	-2,6
2014 Avril	1,7	-6,5	0,9	8,0	5,0	2,6	-5,4	-6,8	-10,2	14,3	13,8	-5,0
Mai	2,1	-5,8	3,5	10,1	4,6	2,1	-5,5	-6,9	-9,7	15,2	9,5	-3,0
Juin	2,2	-6,1	2,7	10,1	4,9	3,0	-5,0	-6,9	-8,8	12,7	10,8	-3,1
Juillet	2,3	-5,6	3,0	9,9	4,7	4,5	-4,9	-7,7	-8,8	14,3	14,3	-1,7
Août	1,8	-6,5	2,8	9,3	4,2	4,8	-5,0	-7,8	-9,0	12,1	14,3	-2,9
Septembre	2,0	-6,2	3,4	8,1	4,4	6,1	-5,1	-7,5	-8,4	8,7	11,0	-3,4
En euros												
2012	5,5	4,6	0,7	10,7	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,5	6,3	22,9
2013	3,1	-4,0	4,1	14,6	4,6	4,1	-7,6	-7,2	-10,8	6,4	-1,8	-1,2
2013 T4	2,0	-6,0	2,9	11,3	4,3	2,8	-7,2	-10,3	-9,0	13,4	6,4	-4,5
2014 T1	1,6	-7,1	-1,2	9,4	4,9	1,7	-5,8	-9,3	-8,7	13,5	12,9	-2,7
T2	1,8	-7,6	1,2	8,4	4,9	2,2	-6,0	-7,8	-10,9	13,6	11,6	-3,1
T3	1,6	-8,1	2,2	8,3	4,4	4,7	-5,6	-8,4	-10,4	11,4	13,7	-0,5
2014 Avril	1,5	-7,8	-0,6	7,6	5,1	2,3	-6,0	-7,6	-11,6	13,4	14,2	-4,3
Mai	2,1	-7,2	3,8	9,2	4,7	1,8	-6,2	-7,8	-11,1	14,4	9,8	-2,1
Juin	1,9	-7,7	2,0	8,9	4,8	2,6	-6,0	-8,0	-10,8	11,7	11,2	-1,6
Juillet	1,9	-7,5	2,5	8,5	4,6	4,4	-5,5	-8,6	-10,5	13,0	14,9	0,6
Août	1,3	-8,7	1,7	8,5	4,2	4,8	-5,5	-8,6	-10,2	10,9	15,0	-0,7
Septembre	1,5	-8,6	2,5	7,0	4,2	7,0	-5,7	-8,1	-10,2	8,9	11,6	-1,2

G20 Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues (variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

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

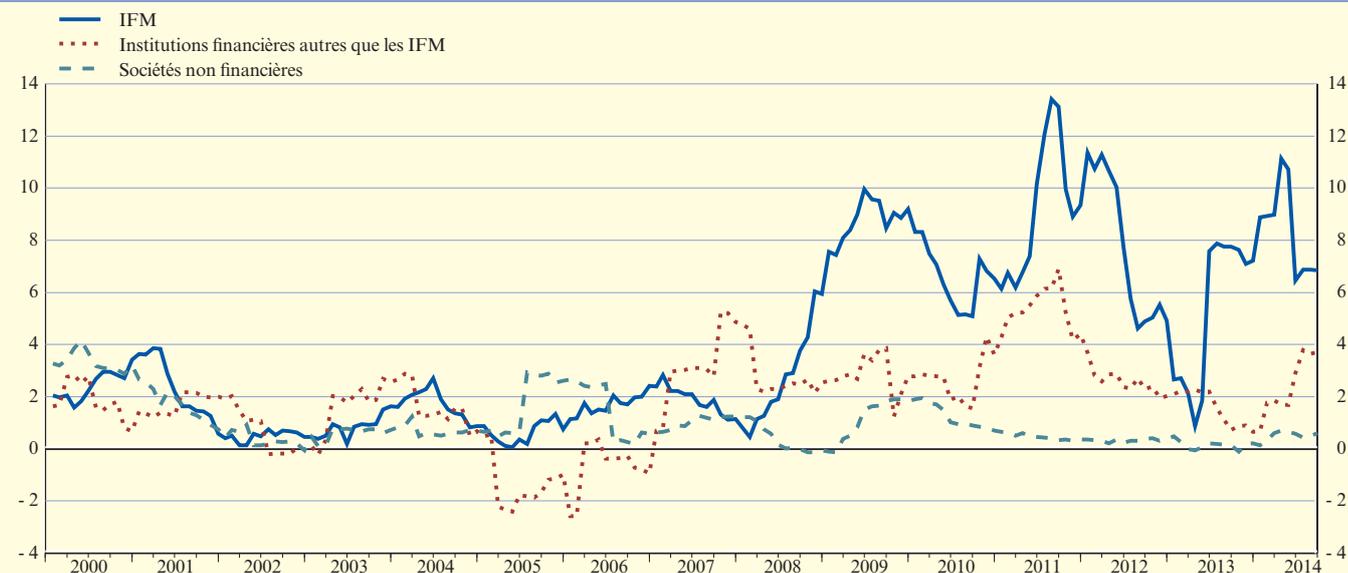
4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro ¹⁾
(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; valeurs de marché)

1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières	
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 Septembre	4 320,1	106,8	0,9	365,9	4,9	383,1	2,3	3 571,2	0,4
Octobre	4 402,0	106,9	1,0	384,9	5,0	395,8	2,4	3 621,4	0,4
Novembre	4 480,1	106,8	0,9	397,5	5,5	393,2	1,9	3 689,3	0,3
Décembre	4 594,2	107,0	0,9	404,6	4,9	415,0	2,0	3 774,6	0,4
2013 Janvier	4 758,7	107,1	0,8	445,2	2,6	435,4	2,1	3 878,2	0,5
Février	4 749,5	106,9	0,6	418,5	2,7	433,2	2,2	3 897,8	0,3
Mars	4 752,5	106,7	0,4	382,4	2,2	440,5	2,2	3 929,6	0,0
Avril	4 849,9	106,6	0,2	412,5	0,9	463,9	2,3	3 973,5	-0,1
Mai	4 978,3	106,9	0,4	443,4	1,9	484,6	2,2	4 050,3	0,1
Juin	4 775,5	107,7	1,0	415,7	7,6	470,2	2,2	3 889,5	0,2
Juillet	4 988,7	107,7	1,0	449,7	7,9	465,8	1,6	4 073,2	0,2
Août	4 969,0	107,7	0,9	463,8	7,8	464,4	1,1	4 040,9	0,2
Septembre	5 209,3	107,7	0,9	495,4	7,8	480,9	0,7	4 233,0	0,1
Octobre	5 478,0	107,6	0,7	557,2	7,6	512,7	0,9	4 408,1	-0,1
Novembre	5 571,3	107,8	0,9	562,7	7,1	524,2	0,9	4 484,3	0,2
Décembre	5 642,7	107,9	0,9	569,0	7,2	540,7	0,6	4 533,0	0,2
2014 Janvier	5 556,9	108,1	1,0	597,7	8,9	527,0	0,7	4 432,2	0,1
Février	5 832,9	108,2	1,3	637,8	8,9	548,6	1,8	4 646,5	0,3
Mars	5 883,6	108,3	1,5	642,6	9,0	549,4	1,9	4 691,6	0,6
Avril	5 914,3	108,5	1,7	639,1	11,1	548,3	1,7	4 726,9	0,7
Mai	6 009,2	108,7	1,7	642,6	10,7	543,6	1,7	4 823,0	0,6
Juin	6 017,2	109,2	1,4	629,3	6,5	537,8	2,9	4 850,1	0,6
Juillet	5 872,6	109,2	1,4	626,8	6,9	531,9	3,8	4 713,9	0,4
Août	5 923,1	109,2	1,4	638,0	6,9	545,4	3,6	4 739,8	0,5
Septembre	5 936,1	109,3	1,5	651,4	6,9	547,6	3,7	4 737,1	0,6

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



Source : BCE.

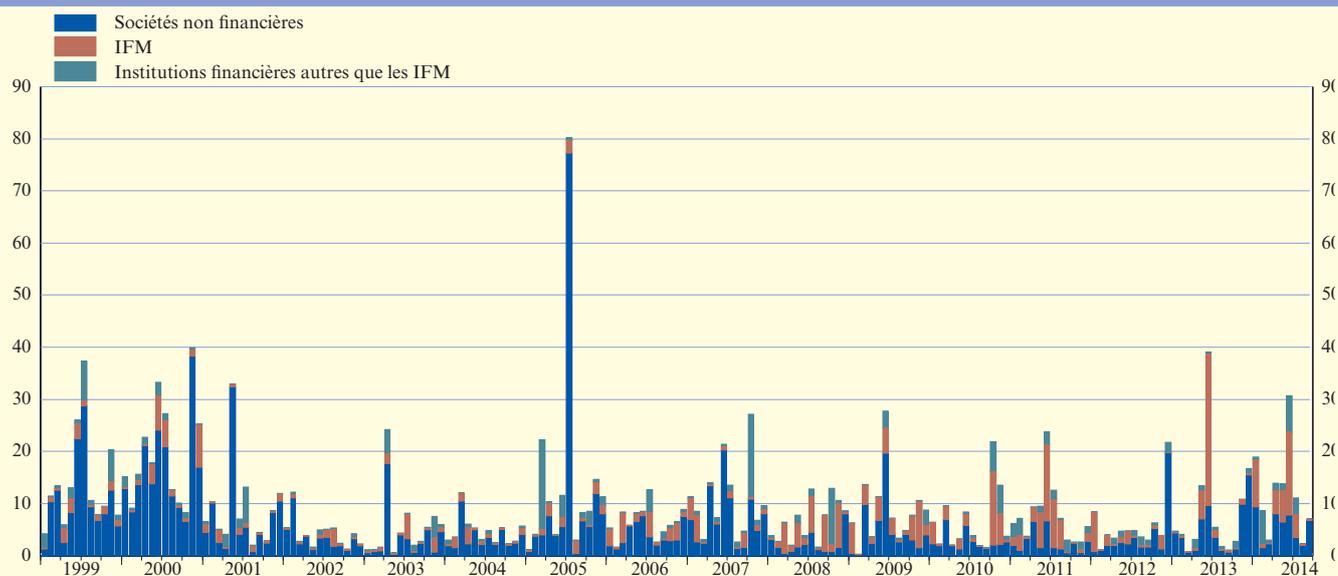
1) Pour plus de détails sur le calcul de l'indice et des taux de croissance, cf. les notes techniques.

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

2. Opérations durant le mois

	Total			IFM			Institutions financières autres que les IFM			Sociétés non financières		
	Émissions brutes 1	Remboursements 2	Émissions nettes 3	Émissions brutes 4	Remboursements 5	Émissions nettes 6	Émissions brutes 7	Remboursements 8	Émissions nettes 9	Émissions brutes 10	Remboursements 11	Émissions nettes 12
2012												
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	16,2	5,4	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	15,7	4,1
2013												
Janvier	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Février	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mars	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Avril	3,2	5,9	-2,8	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,1	0,7	0,4
Mai	13,4	1,8	11,5	5,5	0,0	5,5	0,8	0,0	0,8	7,0	1,8	5,2
Juin	39,1	1,9	37,1	29,2	0,0	29,1	0,3	0,3	0,1	9,6	1,7	7,9
Juillet	5,5	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
Août	1,7	2,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,0	1,1	1,8	-0,7
Septembre	0,9	1,7	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,6	-0,6	0,7	1,1	-0,3
Octobre	2,6	7,5	-4,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	1,2	7,4	-6,2
Novembre	10,9	2,1	8,8	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	9,9	2,0	7,9
Décembre	16,6	9,4	7,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	9,4	6,2
2014												
Janvier	18,9	7,8	11,1	9,1	0,3	8,9	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9
Février	8,7	2,3	6,4	0,7	0,0	0,7	6,4	0,3	6,1	1,6	2,0	-0,4
Mars	2,9	2,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	2,3	1,8	0,5
Avril	13,9	3,1	10,9	4,5	0,0	4,5	1,4	0,2	1,3	8,0	2,9	5,1
Mai	13,8	2,8	11,0	6,0	0,0	6,0	1,3	0,4	0,8	6,5	2,3	4,1
Juin	30,7	1,9	28,8	16,0	0,0	16,0	7,0	0,3	6,6	7,8	1,6	6,2
Juillet	11,1	7,7	3,4	4,5	0,0	4,5	3,1	0,1	3,0	3,4	7,6	-4,1
Août	2,2	1,9	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,9	-0,8	2,1	0,9	1,2
Septembre	6,9	1,7	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	6,9	1,3	5,5

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



Source : BCE.

4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro ¹⁾
(en pourcentage annuel ; encours en fin de période ; contrats nouveaux en moyenne sur la période, sauf indication contraire)

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

	Dépôts à vue	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières			Pensions	
		Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis ²⁾		Dépôts à vue	Dépôts à terme			
		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans		> à 2 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2013 Novembre	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,11	0,34	0,75	1,57	1,73	0,46
Décembre	0,29	1,58	1,66	1,91	1,11	1,07	0,34	0,79	1,52	1,63	0,70
2014 Janvier	0,28	1,66	1,64	1,95	1,09	1,05	0,33	0,71	1,42	1,81	0,57
Février	0,28	1,60	1,63	1,93	1,11	1,03	0,33	0,63	1,42	1,75	0,79
Mars	0,28	1,57	1,50	1,86	1,07	1,01	0,35	0,65	1,37	1,58	0,85
Avril	0,27	1,57	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,70	1,24	1,60	0,28
Mai	0,27	1,42	1,31	1,72	1,05	0,96	0,34	0,61	1,26	1,38	0,29
Juin	0,27	1,35	1,24	1,74	1,04	0,92	0,31	0,57	1,13	1,52	0,20
Juillet	0,24	1,32	1,21	1,75	1,01	0,90	0,28	0,57	1,14	1,49	0,50
Août	0,24	1,23	1,12	1,66	0,93	0,90	0,28	0,47	1,13	1,63	0,23
Septembre	0,23	1,21	1,08	1,70	0,92	0,88	0,26	0,50	1,01	1,53	0,66
Octobre	0,22	1,12	1,02	1,65	0,91	0,85	0,25	0,48	0,91	1,40	0,38

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

	Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de créances sur cartes de crédit ³⁾	Prêts à la consommation				Prêts au logement				Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes			
			Par périodes de fixation initiale du taux		TAEG ⁴⁾	Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG ⁴⁾	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 Novembre	7,65	16,96	5,81	6,05	7,75	7,21	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19
Décembre	7,64	16,94	5,63	6,20	7,44	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05
2014 Janvier	7,70	17,08	5,73	6,08	7,73	7,34	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,18	3,80	3,01
Février	7,66	17,08	5,87	6,02	7,68	7,38	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,23	3,97	3,07
Mars	7,66	17,08	5,83	5,94	7,54	7,28	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,23	4,03	3,12
Avril	7,62	17,24	5,61	5,83	7,50	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07
Mai	7,56	17,25	5,64	5,96	7,58	7,27	2,71	2,87	2,96	3,14	3,23	3,29	3,96	2,98
Juin	7,59	17,21	5,47	5,89	7,45	7,11	2,66	2,85	2,89	3,09	3,20	3,15	3,85	2,94
Juillet	7,43	17,06	5,57	5,80	7,38	6,97	2,63	2,75	2,81	2,99	3,10	3,00	3,78	2,88
Août	7,43	17,02	5,58	5,73	7,34	7,02	2,56	2,74	2,73	2,87	3,04	3,05	3,88	2,72
Septembre	7,49	17,07	5,39	5,79	7,29	6,98	2,50	2,69	2,63	2,83	2,97	2,84	3,81	2,65
Octobre	7,33	16,98	5,48	5,69	7,27	7,00	2,43	2,63	2,56	2,79	2,90	2,81	3,82	2,70

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

	Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts d'un montant ≤ à 250 000 euros par périodes de fixation initiale du taux						Autres prêts d'un montant > à 1 million d'euros par périodes de fixation initiale du taux					
		Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans	Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013 Novembre	3,95	4,54	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
Décembre	3,97	4,52	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014 Janvier	4,03	4,59	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,74	2,76	2,94	3,03	3,12
Février	3,99	4,52	4,59	4,26	4,07	3,48	3,46	2,08	2,78	2,91	2,77	2,88	3,13
Mars	3,95	4,58	4,49	4,22	4,10	3,51	3,47	2,17	2,74	2,83	2,99	2,77	3,23
Avril	3,98	4,57	4,48	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,55	2,88	2,57	2,82	3,20
Mai	3,92	4,50	4,41	4,22	4,06	3,41	3,41	2,06	2,40	2,67	2,80	2,62	3,04
Juin	3,88	4,29	4,37	4,12	4,04	3,37	3,21	1,94	2,75	2,55	2,69	2,51	2,91
Juillet	3,76	4,32	4,31	3,86	3,89	3,24	3,21	1,91	2,43	2,74	2,37	2,70	2,91
Août	3,71	4,18	4,28	3,83	3,82	3,15	3,09	1,74	2,43	2,73	2,50	2,39	2,66
Septembre	3,69	3,98	4,04	3,79	3,80	3,06	3,10	1,82	2,38	2,66	2,23	2,28	2,54
Octobre	3,61	3,98	3,94	3,69	3,80	3,12	3,05	1,74	2,26	3,00	2,36	2,26	2,67

Source : BCE.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Pour cette catégorie d'instruments, les ménages et les sociétés non financières sont fusionnés et affectés au secteur des ménages ; en effet, les encours correspondant aux sociétés non financières sont négligeables comparés à ceux du secteur des ménages dans l'ensemble des États membres participants.
- 3) Les facilités de remboursement différé sur cartes de crédit (crédits accordés à un taux d'intérêt de 0 % au cours de la période de facturation) sont exclues de cette catégorie d'instrument.
- 4) Le taux annuel effectif global (TAEG) correspond au coût total d'un prêt. Ce coût total comprend, outre le taux d'intérêt, tous les autres coûts afférents au prêt tels que les frais de recherche de renseignements, frais administratifs, frais de préparation des documents et garanties.

4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro *

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

4. Taux d'intérêt appliqués aux dépôts (encours)

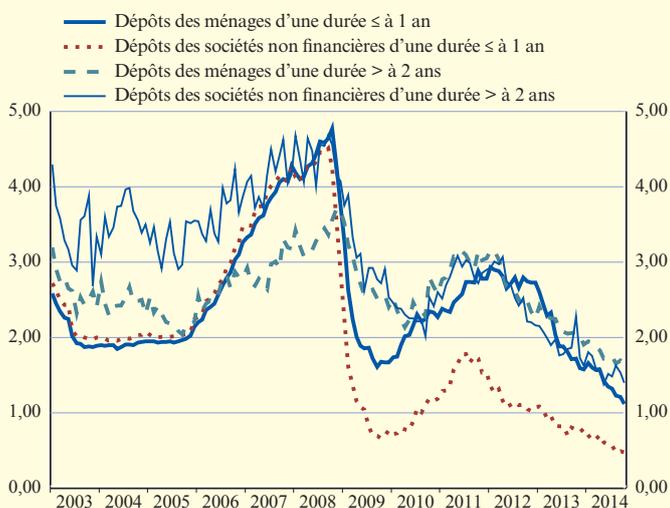
	Dépôts à vue	Dépôts des ménages				Dépôts des sociétés non financières			Pensions
		Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis ²⁾		Dépôts à vue	Dépôts à terme		
		≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 2 ans	> à 2 ans	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2013 Novembre	0,29	2,02	2,60	1,12	1,11	0,34	1,32	2,84	1,34
Décembre	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,05
2014 Janvier	0,28	1,87	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01
Février	0,28	1,84	2,59	1,11	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08
Mars	0,28	1,79	2,53	1,07	1,01	0,35	1,20	2,76	1,11
Avril	0,27	1,75	2,52	1,06	0,99	0,34	1,18	2,73	1,02
Mai	0,27	1,70	2,48	1,05	0,96	0,34	1,18	2,71	0,87
Juin	0,27	1,65	2,48	1,04	0,92	0,31	1,15	2,67	0,78
Juillet	0,24	1,59	2,44	1,01	0,90	0,28	1,11	2,61	0,90
Août	0,24	1,54	2,43	0,93	0,90	0,28	1,08	2,57	0,82
Septembre	0,23	1,50	2,43	0,92	0,88	0,26	1,07	2,60	0,92
Octobre	0,22	1,44	2,39	0,91	0,85	0,25	1,02	2,54	0,92

5. Taux d'intérêt appliqués aux prêts (encours)

	Prêts aux ménages						Prêts aux sociétés non financières		
	Prêts au logement d'une durée			Prêts à la consommation et autres prêts d'une durée			D'une durée		
	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2013 Novembre	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12
Décembre	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14
2014 Janvier	3,61	3,17	3,31	7,59	6,08	4,77	3,67	3,29	3,13
Février	3,59	3,21	3,37	7,64	6,20	4,84	3,63	3,33	3,17
Mars	3,57	3,18	3,33	7,62	6,10	4,77	3,62	3,30	3,13
Avril	3,63	3,16	3,31	7,51	6,11	4,79	3,63	3,30	3,14
Mai	3,59	3,15	3,29	7,50	6,10	4,77	3,57	3,28	3,13
Juin	3,27	3,15	3,29	7,49	6,12	4,79	3,51	3,28	3,13
Juillet	3,22	3,10	3,26	7,40	6,05	4,76	3,44	3,22	3,08
Août	3,14	3,08	3,23	7,39	6,04	4,76	3,38	3,18	3,06
Septembre	3,13	3,06	3,24	7,45	6,05	4,75	3,34	3,13	3,05
Octobre	3,07	3,03	3,21	7,36	5,99	4,72	3,25	3,07	3,02

G23 Nouveaux dépôts à terme

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

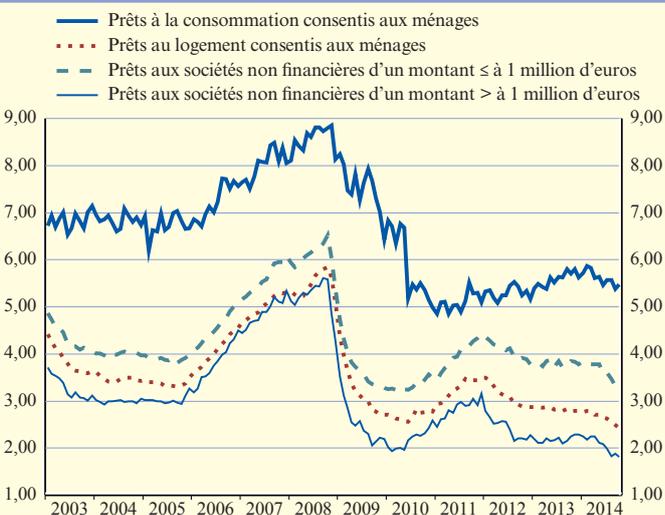


Source : BCE.

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

G24 Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an

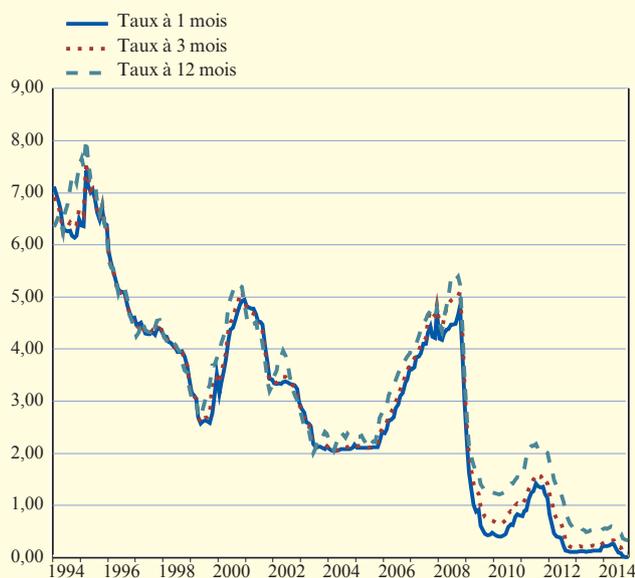
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)



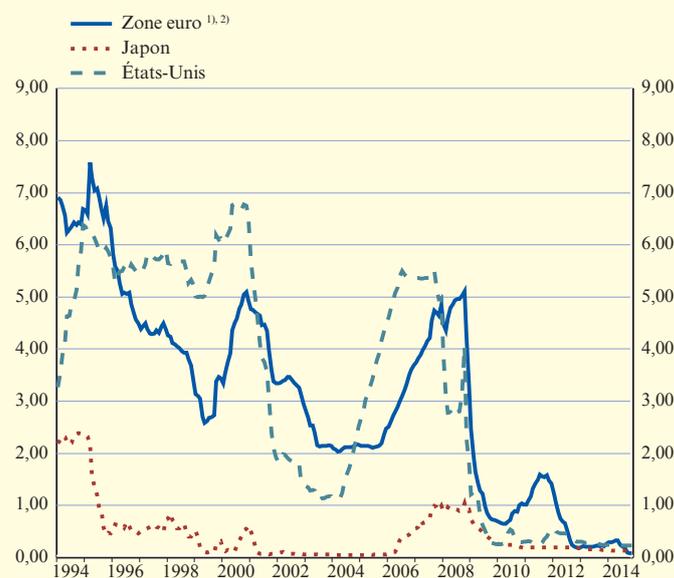
4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire
(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

	Zone euro ^{1), 2)}						États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia) 1	Dépôts à 1 mois (Euribor) 2	Dépôts à 3 mois (Euribor) 3	Dépôts à 6 mois (Euribor) 4	Dépôts à 12 mois (Euribor) 5	Dépôts à 3 mois (Libor) 6	Dépôts à 3 mois (Libor) 7	
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19	
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19	
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15	
2013 T3	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15	
T4	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14	
2014 T1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14	
T2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13	
T3	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13	
2013 Novembre	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14	
Décembre	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15	
2014 Janvier	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14	
Février	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14	
Mars	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14	
Avril	0,25	0,25	0,33	0,43	0,60	0,23	0,14	
Mai	0,25	0,26	0,32	0,42	0,59	0,23	0,14	
Juin	0,08	0,15	0,24	0,33	0,51	0,23	0,13	
Juillet	0,04	0,10	0,21	0,30	0,49	0,23	0,13	
Août	0,02	0,09	0,19	0,29	0,47	0,23	0,13	
Septembre	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12	
Octobre	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11	
Novembre	-0,01	0,01	0,08	0,18	0,33	0,23	0,11	

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



G26 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire
(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE.

- 1) Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

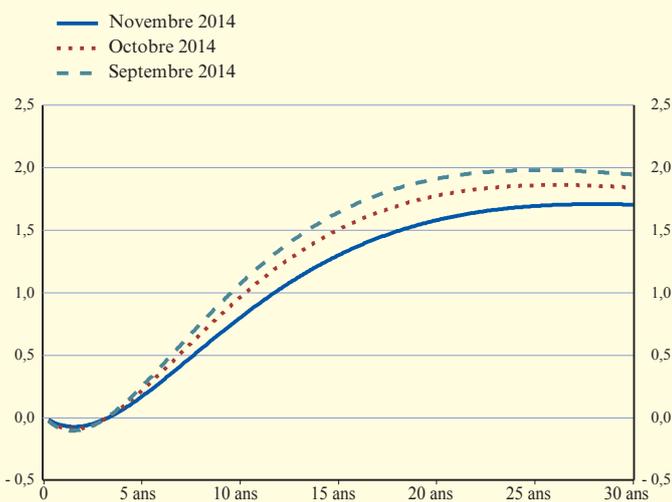
4.7 Courbes des taux de la zone euro ¹⁾

(obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro ; données de fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écarts en points de pourcentage)

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 T3	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
T4	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 T1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
T2	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
T3	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	0,57	1,06	1,09	1,16	-0,14	-0,02	1,03	2,53
2013 Novembre	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Décembre	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Janvier	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
Février	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
Mars	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
Avril	0,13	0,09	0,16	0,71	1,15	1,72	1,60	1,56	0,10	0,38	1,81	3,36
Mai	0,09	0,03	0,06	0,56	0,98	1,56	1,47	1,49	0,01	0,23	1,60	3,23
Juin	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
Juillet	0,04	-0,02	0,01	0,43	0,81	1,34	1,30	1,33	-0,04	0,14	1,35	2,91
Août	0,00	-0,06	-0,05	0,28	0,59	1,03	1,03	1,08	-0,09	0,04	1,01	2,38
Septembre	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	0,57	1,06	1,09	1,16	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Octobre	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,52	0,96	0,99	1,05	-0,12	-0,01	0,93	2,33
Novembre	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,42	0,80	0,82	0,87	-0,10	-0,02	0,74	2,01

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

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)



G28 Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro ²⁾

(données quotidiennes ; taux en pourcentage annuel ; écarts de rendement en points de pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur les données sous-jacentes fournies par EuroMTS et notations fournies par Fitch Ratings.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Les données se rapportent aux emprunts publics de la zone euro notés AAA.

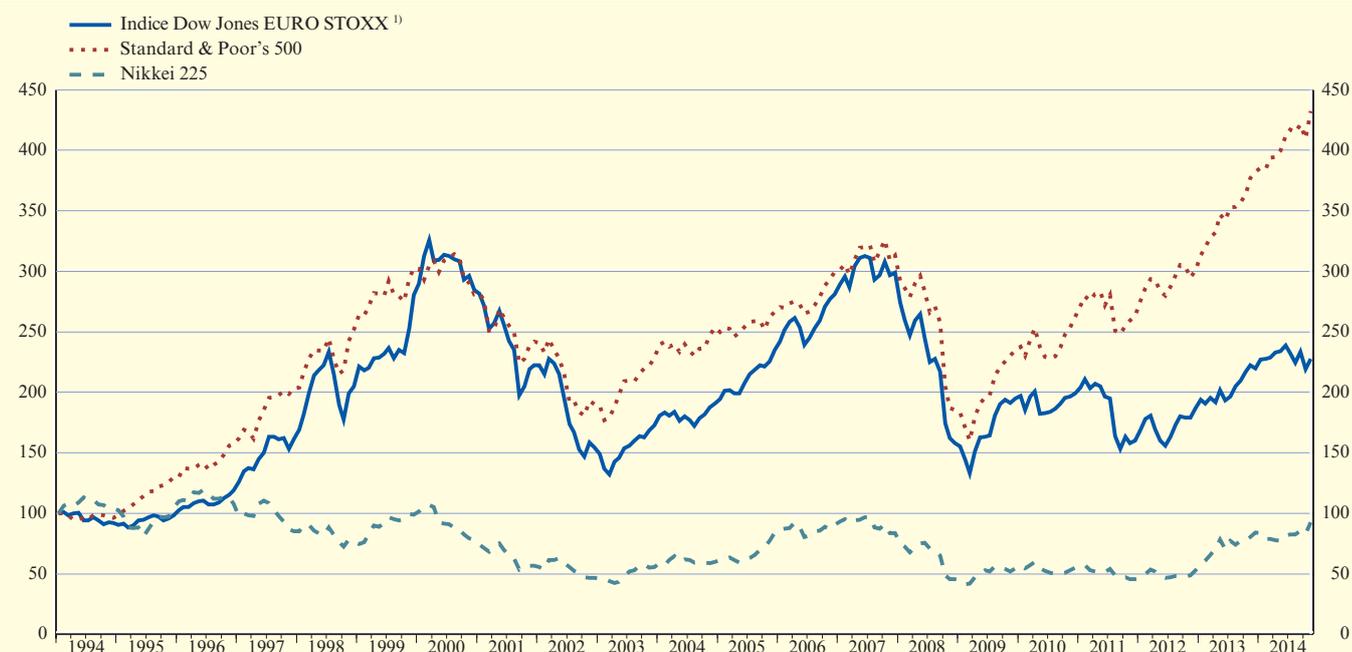
4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx ¹⁾												États-Unis Standard & Poor's 500	Japon Nikkei 225
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large 1	50 2	Produits de base 3	Services aux consommateurs 4	Biens de consommation 5	Pétrole et gaz 6	Secteur financier 7	Industrie 8	Technologie 9	Services collectifs 10	Télécommunications 11	Santé 12		
2011	256,0	2 611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1 267,6	9 425,4
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2013 T3	282,1	2 782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1 674,9	14 127,7
T4	304,9	3 017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1 768,7	14 951,3
2014 T1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
T2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
T3	319,4	3 173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1 975,9	15 553,1
2013 Novembre	308,7	3 056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1 783,5	14 931,7
Décembre	304,7	3 010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1 807,8	15 655,2
2014 Janvier	314,7	3 092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1 822,4	15 578,3
Février	315,9	3 085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1 817,0	14 617,6
Mars	317,0	3 094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1 863,5	14 694,8
Avril	323,2	3 171,5	637,8	219,9	518,8	348,9	185,8	470,5	304,1	278,7	298,6	642,4	1 864,3	14 475,3
Mai	324,7	3 197,4	660,9	217,7	521,7	362,3	181,9	470,2	300,4	280,6	315,0	657,2	1 889,8	14 343,1
Juin	331,5	3 271,7	672,1	220,9	531,9	369,2	185,9	475,0	311,6	295,2	321,4	669,1	1 947,1	15 131,8
Juillet	322,3	3 192,3	659,8	215,3	522,6	361,0	178,3	453,8	311,5	292,0	308,7	660,0	1 973,1	15 379,3
Août	311,3	3 089,1	625,9	210,7	497,0	341,5	173,6	435,3	309,8	281,2	296,7	674,1	1 961,5	15 358,7
Septembre	324,0	3 233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1 993,2	15 948,5
Octobre	304,2	3 029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1 937,3	15 394,1
Novembre	315,7	3 126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2 044,6	17 179,0

G29 Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225

(base : janvier 1994 = 100 ; moyennes mensuelles)



Source : BCE.

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



PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

5.1 IPCH, autres prix et coûts (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

1. Indice des prix à la consommation harmonisé¹⁾

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés ²⁾	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie											
% du total en 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,6
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2013 T3	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,4	0,7	0,4	-0,1	1,0	0,5	1,3	1,8
T4	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,2	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4
2014 T1	117,2	0,7	1,0	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0
T2	118,2	0,6	0,9	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
T3	117,7	0,4	0,9	-0,3	1,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6
2014 Juin	118,2	0,5	0,8	-0,1	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	2,1
Juillet	117,4	0,4	0,8	-0,3	1,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,2	1,8
Août	117,6	0,4	0,9	-0,3	1,3	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,6	0,1	0,2	1,4
Septembre	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5
Octobre	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7
Novembre ³⁾	117,8	0,3	0,7	.	1,1	.	.	.	.	-1,3	.	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communica-tions	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013 T3	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
T4	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2014 T1	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
T2	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
T3	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
2014 Juin	-0,2	1,4	-2,8	0,0	-0,1	0,1	1,8	1,4	1,6	-2,9	1,6	1,4
Juillet	-0,3	1,1	-2,6	-0,3	0,0	-1,0	1,7	1,3	1,8	-2,9	1,5	1,4
Août	-0,3	1,0	-2,4	-0,4	0,3	-2,0	1,7	1,3	1,9	-2,9	1,5	1,3
Septembre	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3
Octobre	0,5	0,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,0	1,6	1,4	1,5	-2,6	1,5	1,4
Novembre ³⁾	0,5	0,8	0,0	.	0,0	-2,5	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Ces statistiques expérimentales ne peuvent fournir qu'une mesure approximative de l'administration des prix, les variations des prix administrés ne pouvant être totalement isolées d'autres influences. Pour une note expliquant la méthodologie utilisée dans le calcul de cet indicateur, se reporter au site internet d'Eurostat (<http://lepp.eurostat.ec.europa.eu/portall/page/portallhicplintroduction>).
- 3) Estimation basée sur des données nationales provisoires couvrant généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur les premières informations concernant les prix de l'énergie.

5.1 IPCH, autres prix et coûts
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

2. Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier

	Prix à la production hors construction											Construc- tion ¹⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ³⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Secteur manufac- turier	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
				Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation							
							Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables					
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,2	1,9	0,9	0,0	
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,0	3,1	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,7	-1,8	0,4	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,6	0,6	-2,1	-1,2	
2013 T3	108,4	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,5	-1,5	-1,4	
T4	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,7	-1,6	-1,2	
2014 T1	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,9	0,5	-4,1	0,2	-0,7	.	
T2	107,1	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,9	0,5	-3,1	0,3	0,0	.	
T3	106,9	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	-0,1	1,0	-0,2	-4,3	.	.	.	
2014 Mai	107,0	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,9	0,5	-3,1	-	-	-	
Juin	107,1	-0,9	-0,1	-0,1	-0,9	0,4	0,4	1,0	0,3	-2,5	-	-	-	
Juillet	106,9	-1,3	-0,4	-0,1	-0,6	0,4	0,2	1,0	0,1	-4,1	-	-	-	
Août	106,7	-1,4	-0,7	-0,2	-0,6	0,4	0,0	1,0	-0,2	-4,7	-	-	-	
Septembre	107,0	-1,4	-0,8	-0,2	-0,5	0,5	-0,4	1,0	-0,5	-4,3	-	-	-	
Octobre	106,6	-1,3	-0,9	-0,2	-0,4	0,6	-0,6	1,0	-0,8	-3,9	-	-	-	

3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole ⁴⁾ (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Déflateurs du PIB				Exporta- tions ⁷⁾	Importa- tions ⁷⁾
		Pondération fondée sur les importations ⁵⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ⁶⁾					Demande intérieure					
		Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe		
% du total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,0	19,3	57,9	40,4	22,6	54,5	100,0	0,7	1,4	1,6	0,7	1,3	3,1	5,1
2011	79,7	15,9	21,3	13,6	15,0	20,0	11,8	101,1	1,1	1,9	2,3	0,8	1,7	3,6	5,9
2012	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,3	1,9	2,5
2013	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,3	-0,3	-1,3
2013 T3	82,5	-10,6	-22,2	-4,3	-11,4	-18,2	-5,7	103,8	1,3	0,9	1,3	1,2	0,2	-0,7	-1,8
T4	80,3	-10,1	-18,4	-5,9	-10,9	-15,4	-7,2	104,0	1,0	0,6	0,8	1,3	0,1	-0,9	-2,0
2014 T1	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,1	-6,8	-14,1	104,3	0,9	0,6	0,8	0,8	0,3	-1,0	-2,0
T2	79,9	-6,2	-1,3	-8,6	-3,7	1,1	-7,4	104,5	0,8	0,5	0,7	0,6	0,3	-0,8	-1,5
T3	78,0	-4,5	-1,6	-5,8	-1,1	0,2	-2,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Juin	82,3	-4,2	-2,2	-5,1	-1,6	0,6	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Juillet	79,9	-4,8	-5,2	-4,6	-1,5	-1,5	-1,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Août	77,6	-4,2	1,0	-6,4	-1,0	1,3	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Sept.	76,4	-4,6	-0,5	-6,4	-0,8	1,0	-2,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Oct.	69,5	-2,7	3,7	-5,4	1,0	4,2	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov.	64,1	-1,5	6,1	-4,7	3,9	9,6	-0,2	-	-	-	-	-	-	-	-

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).

- Prix des consommations intermédiaires pour la construction résidentielle.
- Données expérimentales fondées sur des sources nationales non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/introl/html/experiment.en.html> pour plus de détails).
- Les données se rapportent à l'Euro 18.
- Brent Blend (livraison à terme à un mois).
- Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la structure des importations de la zone euro sur la période 2004-2006.
- Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la demande intérieure (production intérieure plus importations moins exportations) de la zone euro sur la période 2004-2006. Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/introl/html/experiment.en.html> pour plus de détails).
- Les déflateurs des importations et des exportations concernent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.

5.1 IPCH, autres prix et coûts (variations annuelles en pourcentage)

4. Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail (données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹⁾												
2012	102,5	1,9	3,6	2,1	2,6	2,6	0,2	-0,4	2,1	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,5	2,1	0,4	1,5	1,5	2,5	-2,4	1,0	1,6	2,2
2013 T3	104,1	1,4	-2,7	2,7	0,9	1,2	2,5	3,0	-2,5	0,5	1,4	1,6
T4	104,2	1,2	-3,7	0,1	0,0	0,4	1,6	4,1	-1,8	0,9	2,8	2,2
2014 T1	104,3	0,7	-3,3	0,8	-0,1	0,2	4,4	0,9	0,6	1,6	0,9	1,0
T2	104,7	0,9	-1,8	1,5	0,8	0,3	4,4	0,7	1,0	2,2	0,7	1,1
Rémunération par tête												
2012	103,8	1,7	1,9	2,3	2,5	1,7	2,0	1,0	2,0	2,3	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,1	2,7	1,6	1,4	0,9	2,4	-0,3	1,0	1,8	1,7
2013 T3	106,0	1,8	1,4	3,3	2,3	1,6	0,8	2,5	-0,7	1,0	1,6	1,3
T4	106,3	2,0	0,6	2,4	2,1	1,3	0,9	3,3	-0,2	1,3	2,8	1,9
2014 T1	106,7	1,7	0,4	2,4	3,5	1,8	2,4	1,4	0,9	1,6	1,1	1,5
T2	106,9	1,3	1,5	1,7	2,3	1,1	2,0	2,3	1,2	1,8	0,9	0,8
Productivité par personne employée ²⁾												
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,1	-0,9	1,8	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,2	-0,1	-0,6	-0,1	2,2	-0,1	0,2	-0,6
2013 T3	101,9	0,4	4,2	0,5	1,3	0,4	-1,6	-0,5	1,8	0,5	0,1	-0,2
T4	102,0	0,8	4,5	2,3	2,1	0,9	-0,7	-0,8	1,6	0,4	0,0	-0,3
2014 T1	102,3	1,0	3,8	1,5	3,6	1,7	-1,9	0,5	0,2	0,0	0,2	0,6
T2	102,1	0,4	3,4	0,2	1,5	0,8	-2,3	1,6	0,2	-0,4	0,2	-0,3
Rémunération par heure travaillée												
2012	104,7	2,7	3,6	3,7	4,8	2,8	2,3	1,2	2,2	3,0	1,1	3,4
2013	107,0	2,2	1,6	2,5	2,7	2,1	0,7	2,7	1,0	1,8	2,1	2,2
2013 T3	107,3	2,0	1,5	2,2	2,2	2,1	1,1	2,4	1,4	1,7	2,0	2,2
T4	107,5	2,0	-0,2	1,6	2,2	1,6	0,5	2,5	1,2	1,3	2,9	2,2
2014 T1	108,0	1,2	0,8	0,9	1,9	1,4	2,2	0,9	1,7	1,5	0,9	0,8
T2	108,2	1,4	3,3	1,7	2,1	1,1	2,1	2,3	2,8	1,4	1,0	1,0
Productivité horaire du travail ²⁾												
2012	102,3	0,8	-0,3	1,6	1,8	0,2	2,1	1,7	1,1	-0,4	0,7	0,9
2013	103,0	0,7	2,8	0,5	2,0	0,5	-0,8	0,2	3,2	0,6	0,5	0,0
2013 T3	103,1	0,6	3,1	-0,4	1,3	0,9	-1,3	-0,7	3,2	1,0	0,6	0,2
T4	103,3	0,8	2,9	1,6	2,5	1,0	-1,3	-1,5	2,8	0,5	0,1	0,1
2014 T1	103,6	0,4	3,4	0,1	2,4	1,1	-2,0	-0,2	0,9	0,1	0,0	0,0
T2	103,5	0,5	3,4	0,3	1,8	0,6	-2,2	1,7	1,7	-0,4	0,4	0,2

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

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

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

3) Indices de coûts horaires de main-d'œuvre pour l'ensemble de l'économie, hors agriculture, sylviculture et pêche. En raison des différences de couverture, les estimations relatives aux composantes ne coïncident pas toujours avec le total.

4) Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/introl/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. PIB et composantes de la dépense

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

- 1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro. Elles ne sont pas entièrement compatibles avec la section 3.1, le tableau 1 de la section 7.1, le tableau 3 de la section 7.2 ou les tableaux 1 ou 3 de la section 7.5.
- 2) Incluant les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur.

5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

2. Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2010	8 560,8	140,8	1 649,6	487,9	1 617,9	395,5	442,7	969,5	884,6	1 667,6	304,7	951,3
2011	8 781,5	146,7	1 712,6	484,9	1 663,9	406,9	434,6	1 007,6	918,3	1 695,0	310,9	986,7
2012	8 833,5	150,8	1 719,2	472,2	1 671,8	409,8	439,1	1 013,1	926,8	1 714,0	316,8	990,8
2013	8 899,1	154,5	1 728,6	462,9	1 678,7	401,0	438,4	1 030,1	939,9	1 744,1	320,7	1 005,3
2013 T2	2 222,1	39,4	432,8	115,4	418,7	100,6	110,0	256,5	234,3	434,4	80,1	253,3
T3	2 230,9	38,1	432,6	115,9	421,7	99,9	109,8	258,3	236,4	437,4	80,7	252,4
T4	2 242,1	38,5	437,3	116,9	422,4	100,2	109,7	260,1	237,2	439,0	80,7	251,9
2014 T1	2 254,7	38,8	436,0	117,2	424,1	100,2	112,9	261,8	238,8	443,3	81,5	254,0
T2	2 254,8	38,5	436,8	115,4	423,3	99,7	113,2	263,0	240,2	443,2	81,5	258,6
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2013	100,0	1,7	19,4	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,6	19,6	3,6	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2013 T2	0,2	0,6	0,7	-0,2	0,4	0,1	-0,9	0,2	0,5	-0,1	0,0	1,3
T3	0,2	1,0	0,1	0,3	0,3	-0,6	-0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,3
T4	0,3	1,3	0,5	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,3	0,1
2014 T1	0,3	1,4	-0,3	0,3	0,7	-0,9	1,3	0,2	0,4	0,3	0,7	0,3
T2	0,0	-1,1	0,2	-1,6	0,0	-0,1	-0,3	0,3	0,2	0,0	-0,3	1,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2010	2,1	-3,4	8,1	-3,9	1,1	1,6	1,0	0,7	2,1	1,1	0,1	1,7
2011	1,7	0,8	3,0	-2,8	2,2	5,1	1,2	1,8	2,3	0,7	0,4	0,7
2012	-0,5	-3,1	-0,6	-4,7	-1,4	2,6	1,1	-0,2	-0,6	0,3	0,4	-2,5
2013	-0,4	2,3	-0,7	-3,4	-0,8	-0,4	-1,3	0,9	0,1	0,0	-0,7	-1,0
2013 T2	-0,6	2,1	-0,9	-4,2	-1,0	-0,2	-1,8	0,9	0,4	-0,1	-0,4	-0,7
T3	-0,3	3,5	-1,0	-2,8	-0,4	-1,1	-1,5	1,0	0,5	0,1	-0,6	-0,4
T4	0,4	4,5	1,3	-1,1	0,6	-0,4	-1,6	0,8	0,9	0,0	-1,0	0,0
2014 T1	1,0	4,4	1,0	0,9	1,6	-1,1	-0,1	1,0	1,2	0,8	0,5	1,4
T2	0,7	2,6	0,5	-0,6	1,3	-1,3	0,5	1,1	1,0	0,8	0,1	1,2
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2013 T2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
T4	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 T1	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-
T2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2010	2,1	-0,1	1,5	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,7	0,0	0,6	-0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-
2013	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 T2	-0,6	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
T3	-0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
T4	0,4	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2014 T1	1,0	0,1	0,2	0,0	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
T2	0,7	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5.2 Production et demande
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

3. Production industrielle

	Total	Industrie hors construction										Construction
		Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Secteur manufacturier	Industrie hors construction et énergie							Énergie	
				Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consommation					
% du total en 2010	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	2,0	103,5	3,5	4,7	4,8	4,2	8,4	0,9	0,6	0,9	-4,3	-3,5
2012	-3,0	101,0	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,5	-4,9	-2,2	-0,4	-5,0
2013	-1,1	100,3	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,5	-0,5	-3,7	-0,1	-0,8	-2,8
2013 T4	1,0	100,9	1,5	1,9	2,1	2,5	2,8	0,3	-2,5	0,8	-1,4	-1,3
2014 T1	2,2	101,1	1,3	3,1	3,2	3,1	4,0	2,4	-0,6	2,8	-9,1	6,6
T2	1,5	101,1	1,0	1,7	1,8	1,4	1,0	3,5	-1,0	4,2	-5,1	3,6
T3	0,2	100,7	0,6	1,3	1,3	0,5	1,5	1,8	-2,4	2,4	-3,3	-1,4
2014 Mai	0,9	100,9	0,7	1,3	1,4	0,4	1,4	2,6	-1,4	3,2	-3,3	4,4
Juin	0,1	100,5	0,3	0,7	0,7	0,3	0,3	1,9	-1,7	2,4	-3,8	-0,8
Juillet	0,9	101,4	1,6	2,5	2,5	1,4	4,0	2,0	-1,7	2,6	-5,0	-0,7
Août	-0,5	100,0	-0,5	-0,1	-0,2	0,1	-2,2	2,4	-1,8	2,8	-2,3	1,5
Sept.	-0,2	100,6	0,6	1,2	1,2	0,0	2,0	1,1	-3,3	2,0	-2,5	-1,7
<i>variations mensuelles en pourcentage (données cvs)</i>												
2014 Mai	-1,2	-	-1,1	-1,6	-1,8	-2,0	-0,9	-1,8	-2,2	-1,7	3,1	-1,5
Juin	0,0	-	-0,3	-0,3	-0,1	0,3	0,1	-1,7	2,0	-2,2	-1,2	-0,3
Juillet	0,6	-	0,9	1,3	1,2	0,9	2,6	0,4	-1,1	0,7	-1,3	0,2
Août	-1,0	-	-1,4	-1,9	-1,8	-1,0	-4,5	0,3	-0,5	0,1	2,4	0,7
Sept.	-0,1	-	0,6	0,6	0,4	-0,6	2,9	-1,5	-2,6	-0,9	0,3	-1,8

4. Entrées de commandes et chiffre d'affaires dans l'industrie, ventes au détail et nouvelles immatriculations de voitures particulières

	Indicateur relatif aux entrées de commandes dans l'industrie ¹⁾		Chiffre d'affaires dans l'industrie		Ventes au détail y compris carburants								Nouvelles immatriculations de voitures particulières		
	Industrie manufacturière		Industrie manufacturière (à prix courants)		Prix courants	Prix constants							Carburants	Total (cvs ; milliers) ²⁾	Total
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Total	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Textile, habillement, chaussures	Biens d'équipement des ménages				
% du total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	108,6	8,6	109,2	9,2	1,7	99,3	-0,7	-1,1	-0,2	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9	
2012	104,4	-3,8	108,9	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1	
2013	104,3	-0,1	107,4	-1,4	-0,4	96,8	-0,8	-1,0	-0,6	-1,4	-2,6	-0,9	713	-4,4	
2013 T4	106,1	2,8	108,0	0,3	0,2	96,9	0,3	-0,2	0,9	0,4	-0,8	0,3	743	5,3	
2014 T1	107,0	4,3	108,8	1,7	0,6	97,5	1,0	-0,4	2,3	3,5	0,6	0,8	725	5,0	
T2	107,2	3,9	108,3	1,4	0,8	97,9	1,4	1,2	2,0	1,9	0,2	-0,5	738	3,9	
T3	107,6	2,2	108,1	0,8	0,2	98,0	1,0	-0,2	2,1	0,4	0,5	-0,5	741	4,1	
2014 Juin	106,2	1,7	108,4	1,2	1,4	98,2	2,0	1,6	2,7	2,4	0,1	-0,2	738	3,3	
Juillet	108,5	4,5	108,6	1,5	-0,2	97,8	0,6	-1,0	2,2	1,1	0,5	-1,9	744	5,7	
Août	106,4	1,1	108,0	-0,2	1,1	98,7	1,8	-0,3	3,9	5,5	1,7	-0,1	744	4,1	
Septembre	107,7	1,1	107,8	0,9	-0,3	97,5	0,5	1,0	0,3	-5,4	-0,7	0,7	735	2,5	
Octobre	.	.	.	.	0,6	97,9	1,4	0,4	2,1	.	.	2,9	756	4,4
<i>variations mensuelles en pourcentage (données cvs)</i>															
2014 Juin	-	-1,0	-	0,6	0,4	-	0,4	0,5	0,3	-0,1	-0,4	0,2	-	1,1	
Juillet	-	2,2	-	0,2	-0,4	-	-0,4	-0,9	0,1	-1,3	0,5	-0,4	-	0,7	
Août	-	-2,0	-	-0,6	0,8	-	0,9	0,2	1,4	4,9	1,0	0,9	-	0,0	
Septembre	-	1,2	-	-0,2	-1,3	-	-1,2	0,2	-2,5	-8,7	-1,5	-0,1	-	-1,2	
Octobre	-	.	-	.	0,4	-	0,4	0,0	0,7	.	.	0,7	-	2,9	

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).

- 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.
- Les chiffres annuels et trimestriels correspondent à la moyenne des données mensuelles pour la période de référence.

5.2 Production et demande

(soldes d'opinions ¹⁾, sauf indication contraire ; données cvs)

5. Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

	Indicateur du climat économique ²⁾ (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier				Taux d'utilisation des capacités de production ³⁾ (en %)	Indicateur de confiance des consommateurs				
		Indicateur de confiance dans l'industrie					Total ⁴⁾	Situation financière attendue sur les 12 prochains mois	Évolution économique attendue sur les 12 prochains mois	Évolution attendue du chômage sur les 12 prochains mois	Capacité d'épargne attendue sur les 12 prochains mois
		Total ⁴⁾	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,0	34,4	-11,2
2013 T3	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2
T4	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,3	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8
2014 T1	101,6	-3,5	-16,5	2,8	8,8	79,8	-11,2	-4,6	-6,9	23,7	-9,6
T2	102,2	-3,6	-15,3	3,6	8,0	79,7	-7,7	-3,5	-2,9	16,5	-8,0
T3	100,9	-4,9	-15,8	4,7	5,9	80,0	-9,9	-3,7	-7,0	21,5	-7,4
2014 Juin	102,1	-4,3	-15,9	4,0	6,9	-	-7,5	-2,9	-2,8	16,1	-8,0
Juillet	102,2	-3,8	-15,5	4,1	8,2	79,9	-8,3	-3,0	-4,0	19,1	-7,1
Août	100,6	-5,3	-15,6	4,5	4,3	-	-10,0	-4,0	-7,3	21,4	-7,4
Septembre	99,9	-5,5	-16,3	5,4	5,2	-	-11,4	-4,0	-9,8	23,9	-7,8
Octobre	100,7	-5,1	-15,5	5,6	5,9	80,0	-11,1	-3,8	-9,4	23,3	-7,8
Novembre	100,8	-4,3	-13,8	5,1	6,1	-	-11,6	-4,0	-9,9	24,4	-8,4

	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction			Indicateur de confiance du commerce de détail				Secteur des services				
	Total ⁴⁾	Carnets de commande	Prévisions relatives à l'emploi	Total ⁴⁾	Climat des affaires actuel	Volume des stocks	Climat des affaires attendu	Indicateur de confiance dans le secteur des services				Taux d'utilisation des capacités de production ³⁾ (en %)
								Total ⁴⁾	Climat des affaires	Évolution de la demande sur les derniers mois	Évolution attendue de la demande durant les prochains mois	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-3,9	-6,1	7,4	1,8	3,9	1,4	3,0	7,3	.
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,4	-5,3	11,6	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3	.
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,5	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0	86,6
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,8	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2	86,9
2013 T3	-31,0	-39,7	-22,3	-10,3	-16,2	8,6	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8	87,1
T4	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,3	-1,3	-4,2	-3,4	3,6	87,1
2014 T1	-29,0	-39,6	-18,5	-3,1	-5,7	5,6	2,1	3,4	1,0	1,9	7,2	87,2
T2	-30,7	-40,2	-21,2	-2,3	-3,5	6,7	3,3	3,9	2,7	1,9	7,1	87,3
T3	-28,1	-38,9	-17,3	-4,7	-5,7	7,9	-0,6	3,3	1,3	2,3	6,3	87,6
2014 Juin	-31,7	-40,1	-23,3	-1,9	-1,7	6,0	2,1	4,4	2,6	1,9	8,6	-
Juillet	-28,2	-39,0	-17,3	-2,3	-1,6	6,8	1,5	3,6	1,7	3,1	6,1	87,3
Août	-28,4	-39,8	-17,1	-4,6	-6,3	7,3	-0,2	3,1	1,1	2,3	5,9	-
Septembre	-27,7	-38,0	-17,4	-7,3	-9,1	9,6	-3,2	3,2	1,0	1,5	7,0	-
Octobre	-24,6	-35,2	-14,1	-6,4	-8,7	9,0	-1,4	4,4	1,5	3,2	8,6	87,8
Novembre	-26,3	-38,3	-14,3	-5,9	-6,0	11,2	-0,3	4,4	2,3	2,2	8,9	-

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

- 1) Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives.
- 2) L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance dans l'industrie et les services, de celui des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans la construction et le commerce de détail ; l'indicateur de confiance dans l'industrie a une pondération de 40 %, celui dans le secteur des services de 30 %, celui des consommateurs de 20 % et les deux autres de 5 % chacun. Les valeurs de l'indicateur du climat économique supérieures (inférieures) à 100 indiquent une confiance supérieure (inférieure) à la moyenne calculée pour la période à partir de 1990.
- 3) Les données sont recueillies chaque année en janvier, avril, juillet et octobre. Les données trimestrielles correspondent à la moyenne de deux enquêtes successives. Les données annuelles sont calculées à partir de moyennes trimestrielles.
- 4) Les indicateurs de confiance sont calculés comme de simples moyennes des composantes présentées ; l'évaluation des stocks (colonnes 4 et 17) et du chômage (colonne 10) donne lieu à une inversion de signe pour le calcul des indicateurs de confiance.

5.3 Marché du travail ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. Emploi

	Par statut			Par activité économique									
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2013	147 314	125 236	22 078	4 936	22 485	9 079	36 626	4 016	4 012	1 465	18 937	35 339	10 419
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2011	0,1	0,2	-0,1	-2,1	0,0	-3,6	0,5	1,2	-0,6	0,6	2,5	0,0	0,0
2012	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	-0,8	-4,6	-0,5	0,8	-0,4	-0,1	0,5	-0,1	0,6
2013	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,3	-4,5	-0,7	0,2	-1,1	-1,3	0,2	-0,2	-0,2
2013 T3	-0,8	-0,7	-1,0	-0,7	-1,5	-4,0	-0,8	0,5	-1,0	-0,8	0,0	-0,1	-0,3
2013 T4	-0,4	-0,3	-0,8	0,0	-1,0	-3,1	-0,3	0,3	-0,8	-0,8	0,5	0,0	-0,7
2014 T1	0,0	0,2	-0,6	0,6	-0,5	-2,6	-0,1	0,8	-0,6	0,8	1,2	0,5	-0,1
2014 T2	0,4	0,6	-1,2	-0,8	0,4	-2,0	0,4	1,0	-1,0	1,0	1,4	0,6	0,5
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>													
2013 T3	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,2
2013 T4	0,1	0,1	0,0	-0,5	0,0	-0,6	0,2	0,7	-0,1	-0,5	0,2	0,3	-0,1
2014 T1	0,0	0,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	-0,1	0,2	-0,1	1,3	0,3	0,2	0,2
2014 T2	0,2	0,4	-0,4	0,4	0,4	-0,1	0,5	0,3	-0,8	0,1	0,6	-0,1	0,2
Heures travaillées													
<i>niveaux (en millions)</i>													
2013	230 906	184 562	46 344	10 119	36 262	15 930	59 555	6 563	6 427	2 238	29 008	50 158	14 646
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2013	100,0	79,9	20,1	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2011	0,2	0,3	-0,3	-2,2	0,6	-3,8	0,1	1,0	-0,2	0,4	2,7	0,4	0,2
2012	-1,5	-1,5	-1,6	-2,9	-2,1	-6,3	-1,6	0,4	-0,6	-1,2	-0,2	-0,4	-0,4
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,5	-1,3	-5,3	-1,3	0,3	-1,4	-2,2	-0,5	-0,5	-0,7
2013 T3	-1,0	-0,9	-1,1	0,4	-0,6	-4,0	-1,3	0,2	-0,8	-2,2	-0,4	-0,5	-0,8
2013 T4	-0,4	-0,3	-0,5	1,5	-0,4	-3,5	-0,4	0,9	-0,1	-1,9	0,4	-0,1	-1,1
2014 T1	0,6	0,7	0,0	1,0	0,9	-1,5	0,5	0,9	0,1	0,0	1,2	0,8	0,5
2014 T2	0,3	0,6	-1,1	-0,8	0,2	-2,4	0,6	0,9	-1,1	-0,6	1,4	0,4	-0,1
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>													
2013 T3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,5	-0,3	-0,7	0,4	0,0	0,3
2013 T4	0,1	0,2	-0,4	0,6	-0,1	-1,0	0,0	0,8	0,1	-0,8	0,1	0,6	-0,6
2014 T1	0,0	0,1	-0,3	-1,0	0,0	-0,6	0,1	0,0	-0,1	1,3	0,4	-0,1	0,5
2014 T2	0,2	0,3	-0,5	-0,6	0,2	-0,2	0,5	0,6	-0,8	-0,3	0,5	0,0	-0,3
Heures travaillées par personne employée													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2013	1 567	1 474	2 099	2 050	1 613	1 755	1 626	1 634	1 602	1 528	1 532	1 419	1 406
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2011	0,0	0,1	-0,2	-0,1	0,6	-0,3	-0,4	-0,1	0,4	-0,2	0,2	0,4	0,2
2012	-1,0	-1,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,8	-1,1	-0,3	-0,3	-1,1	-0,7	-0,3	-1,0
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,9	0,1	-0,9	-0,6	0,2	-0,3	-1,0	-0,7	-0,4	-0,6
2013 T3	-0,2	-0,2	-0,1	1,1	0,9	0,0	-0,5	-0,3	0,1	-1,4	-0,4	-0,5	-0,5
2013 T4	0,1	0,0	0,3	1,5	0,6	-0,4	-0,1	0,6	0,7	-1,1	0,0	-0,1	-0,4
2014 T1	0,5	0,6	0,7	0,4	1,4	1,1	0,6	0,1	0,7	-0,7	0,0	0,3	0,6
2014 T2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>													
2013 T3	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	-0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,8	0,1	-0,2	0,1
2013 T4	0,0	0,1	-0,4	1,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	0,2	-0,4	-0,1	0,3	-0,5
2014 T1	0,0	-0,1	0,3	-0,4	-0,1	0,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,3
2014 T2	-0,1	0,0	-0,1	-1,0	-0,2	-0,1	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,1	-0,5

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

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

5.3 Marché du travail

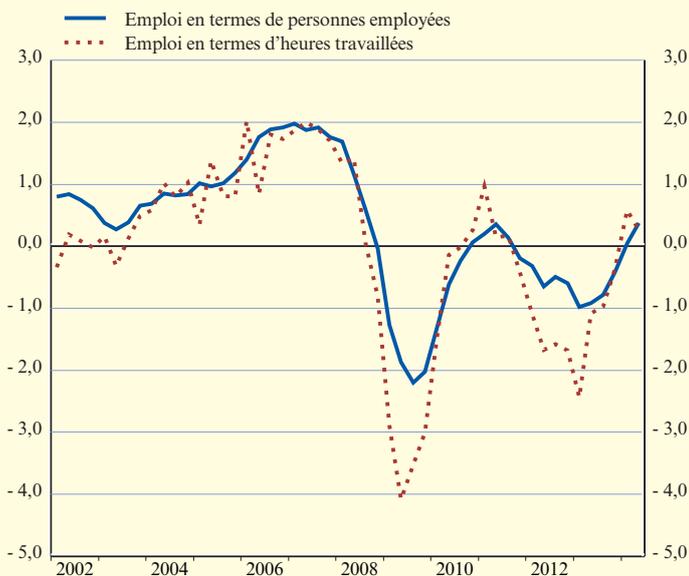
(données cvs, sauf indication contraire)

2. Chômage et taux d'emplois vacants ¹⁾

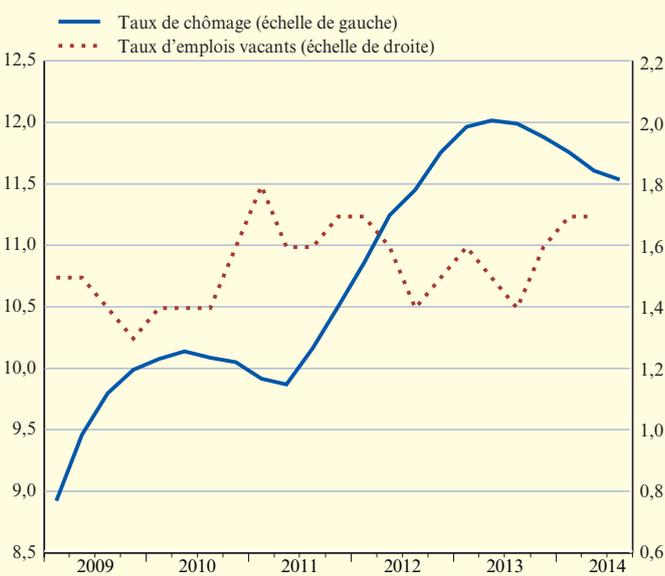
	Chômage										Taux d'emplois vacants ²⁾
	Total		Par âge ³⁾				Par sexe ⁴⁾				
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
			Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	
% du total en 2010	100,0		79,3		20,7		54,1		45,9		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,865	10,1	12,579	8,9	3,287	21,0	8,582	10,0	7,283	10,2	1,5
2011	15,957	10,1	12,737	8,9	3,220	21,0	8,518	9,9	7,439	10,4	1,7
2012	18,009	11,3	14,504	10,1	3,504	23,3	9,681	11,2	8,327	11,5	1,6
2013	19,023	12,0	15,479	10,7	3,544	24,1	10,215	11,9	8,809	12,1	1,5
2013 T3	19,073	12,0	15,534	10,8	3,539	24,2	10,272	11,9	8,801	12,0	1,4
T4	18,883	11,9	15,410	10,7	3,473	23,9	10,097	11,8	8,787	12,0	1,6
2014 T1	18,682	11,8	15,248	10,6	3,434	23,9	10,042	11,7	8,640	11,8	1,7
T2	18,459	11,6	15,088	10,4	3,371	23,6	9,841	11,5	8,618	11,8	1,7
T3	18,359	11,5	15,012	10,4	3,347	23,5	9,763	11,4	8,596	11,7	.
2014 Mai	18,478	11,6	15,102	10,4	3,376	23,5	9,831	11,4	8,647	11,8	–
Juin	18,397	11,6	15,039	10,4	3,358	23,5	9,754	11,4	8,643	11,8	–
Juillet	18,438	11,6	15,079	10,4	3,360	23,5	9,786	11,4	8,653	11,8	–
Août	18,305	11,5	14,966	10,3	3,339	23,4	9,730	11,3	8,575	11,7	–
Septembre	18,335	11,5	14,992	10,3	3,343	23,4	9,774	11,4	8,561	11,7	–
Octobre	18,395	11,5	15,038	10,4	3,356	23,5	9,831	11,4	8,563	11,7	–

G30 Emploi – Personnes employées et heures travaillées

(variations annuelles en pourcentage)



G31 Chômage et taux d'emplois vacants ²⁾



Source : Eurostat.

1) Les données sur le chômage font référence à des personnes et suivent les recommandations de l'OIT.

2) Industrie, construction et services (à l'exclusion des ménages employeurs et des organismes extraterritoriaux) ; données brutes.

3) Adultes : 25 ans et plus ; jeunes : moins de 25 ans ; les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque tranche d'âge.

4) Les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque sexe.

FINANCES PUBLIQUES

6.1 Recettes, dépenses et déficit/excédent ¹⁾ (en pourcentage du PIB, somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes

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

2. Zone euro – dépenses

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

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

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

4. Zone euro – consommation des administrations publiques

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

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

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

2) Les données se rapportent aux cotisations sociales effectives.

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

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

6.2 Dette ¹⁾

(en pourcentage du PIB)

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

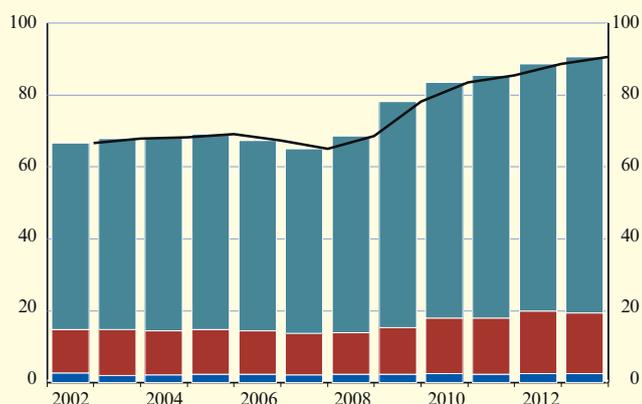
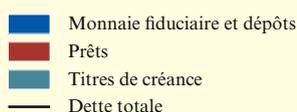
	Total	Instruments financiers				Secteurs détenteurs				
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents ²⁾				Créanciers non résidents ³⁾
						Total	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008	68,6	2,2	11,7	6,3	48,4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

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

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

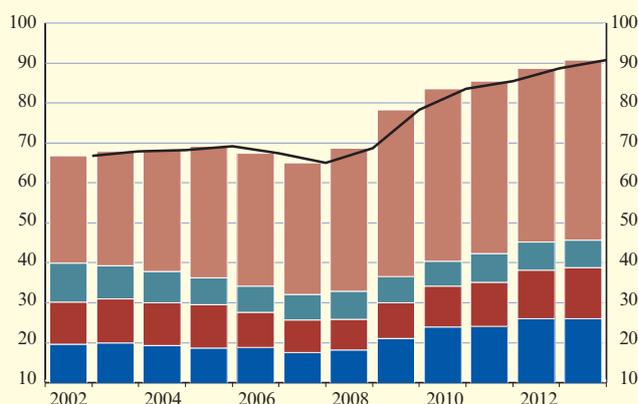
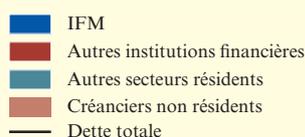
G32 Dette par instruments financiers

(en pourcentage du PIB)



G33 Dette par détenteurs

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

1) Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les différents secteurs. Les avoirs des administrations publiques non résidentes ne sont pas consolidés. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés. Les données sont en partie des estimations.

2) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.

3) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.

4) Hors dette émise par l'administration d'un État et détenue par les APU de cet État.

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

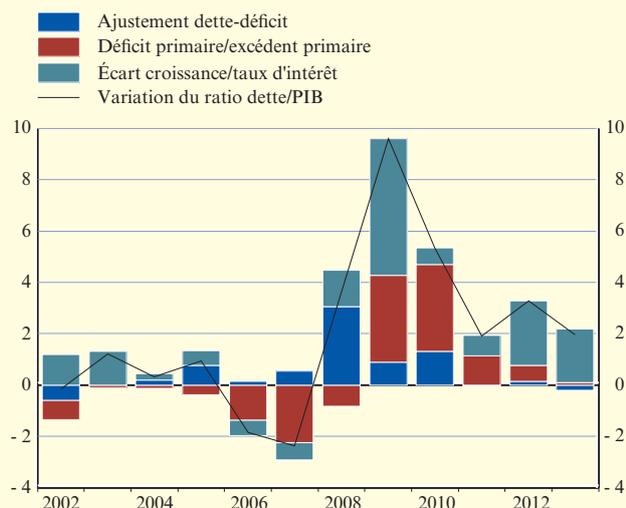
1. Zone euro – ajustement dette-déficit

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

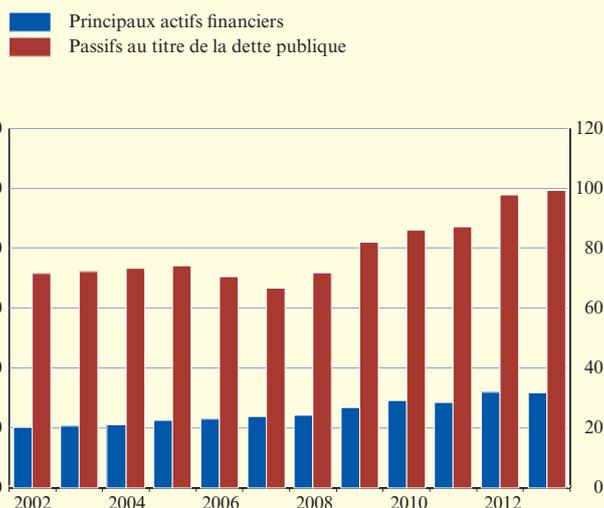
2. Zone euro - encours des principaux actifs financiers et des passifs au titre de la dette publique ⁴⁾

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

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



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



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

- 1) Les données sont en partie des estimations. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.
- 2) Comprend, outre l'incidence des mouvements de taux de change, les effets liés à l'évaluation en valeur nominale (par exemple, primes d'émissions ou décotes par rapport au nominal).
- 3) Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances.
- 4) Positions des principaux actifs financiers et passifs au titre de la dette publique en valeur de marché et consolidés entre les différents sous-secteurs des administrations publiques.

6.4 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

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

	Service de la dette											Durée résiduelle moyenne ³⁾
	Total	≤ 1 an							> 1 an et ≤ 2 ans			
		Total	Principal ²⁾			Dépenses d'intérêts			Total	Principal	Dépenses d'intérêts	
			Total	≤ 3 mois	>3 mois	Total	≤ 3 mois	>3 mois				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
En milliards d'euros												
2011	2 632,2	1 691,0	1 479,4	589,3	890,2	211,6	54,4	157,2	941,1	753,9	187,2	6,4
2012	2 598,4	1 597,9	1 391,6	478,8	912,9	206,3	52,9	153,4	1 000,4	815,2	185,3	6,3
2013 T4	2 674,3	1 639,3	1 430,9	497,0	933,9	208,4	53,4	155,0	1 035,1	849,8	185,2	6,3
2014 T1	2 666,8	1 693,2	1 481,8	489,8	992,0	211,4	54,4	157,0	973,6	784,7	189,0	6,4
T2	2 652,5	1 669,9	1 459,9	542,7	917,2	210,0	53,8	156,2	982,6	793,4	189,2	6,4
2014 Mai	2 707,0	1 667,7	1 456,1	506,4	949,7	211,6	54,3	157,3	1 039,3	849,1	190,2	6,4
Juin	2 652,5	1 669,9	1 459,9	542,7	917,2	210,0	53,8	156,2	982,6	793,4	189,2	6,4
Juillet	2 672,7	1 685,9	1 474,6	511,9	962,7	211,3	54,2	157,1	986,8	796,1	190,7	6,4
Août	2 749,5	1 769,1	1 561,0	607,7	953,3	208,1	53,4	154,6	980,4	792,4	188,0	6,3
Sept.	2 751,4	1 742,6	1 534,3	578,4	955,9	208,3	53,5	154,8	1 008,7	820,1	188,7	6,3
Oct.	2 724,4	1 701,2	1 494,3	564,3	930,0	206,9	53,1	153,8	1 023,1	835,7	187,5	6,3
En pourcentage du PIB												
2011	27,1	17,4	15,1	6,0	9,1	2,2	0,6	1,7	9,7	7,7	2,0	-
2012	26,6	16,3	14,2	4,9	9,3	2,2	0,6	1,6	10,2	8,3	1,9	-
2013 T4	27,1	16,6	14,4	5,0	9,4	2,2	0,6	1,6	10,5	8,6	1,9	-
2014 T1	27,0	17,1	15,0	4,9	10,0	2,1	0,6	1,6	9,8	7,9	1,9	-
T2	26,8	16,9	14,7	5,5	9,3	2,1	0,5	1,6	9,9	8,0	1,9	-
2014 Mai	27,4	16,9	14,7	5,1	9,6	2,2	0,6	1,6	10,5	8,6	1,9	-
Juin	26,8	16,9	14,7	5,5	9,3	2,1	0,5	1,6	9,9	8,0	1,9	-
Juillet	27,0	17,0	14,9	5,2	9,7	2,1	0,6	1,6	10,0	8,0	1,9	-
Août	27,8	17,9	15,8	6,1	9,6	2,1	0,5	1,6	9,9	8,0	1,9	-
Sept.	27,8	17,6	15,5	5,8	9,7	2,1	0,5	1,6	10,2	8,3	1,9	-
Oct.	27,5	17,2	15,1	5,7	9,4	2,1	0,5	1,6	10,3	8,4	1,9	-

2. Zone euro : rendements nominaux moyens

	Encours						Opérations			
	Total	Coupon zéro	Taux variable	Taux fixe			Émissions		Remboursements	
				Total	≤ 1 an	> 5 ans	Total	≤ 1 an	Total	≤ 1 an
En pourcentages annuels										
2011	4,0	3,0	2,5	4,2	3,7	4,6	.	.	3,2	3,2
2012	3,7	3,0	1,6	3,9	3,3	4,4	1,6	1,6	2,7	2,9
2013 T4	3,4	1,0	1,6	3,7	3,2	4,2	1,0	0,7	1,8	2,8
2014 T1	3,2	0,8	1,6	3,7	3,2	4,1	1,1	0,6	1,7	2,8
T2	3,2	0,8	1,5	3,6	3,1	4,0	1,1	0,7	1,7	2,9
2014 Mai	3,2	0,7	1,5	3,6	3,2	4,1	1,0	0,6	1,6	2,8
Juin	3,2	0,8	1,5	3,6	3,1	4,0	1,1	0,7	1,7	2,9
Juillet	3,2	0,9	1,6	3,6	3,0	4,0	1,2	0,8	1,7	2,9
Août	3,1	0,5	1,5	3,6	3,1	4,0	0,9	0,5	1,6	2,8
Sept.	3,1	0,5	1,5	3,5	3,0	3,9	0,9	0,5	1,7	2,9
Oct.	3,1	0,4	1,5	3,5	3,0	3,9	0,9	0,5	1,7	2,9

Source : BCE.

- 1) Les données relatives aux titres de créance des administrations publiques sont en valeur nominale et ne sont pas consolidées au sein du secteur des administrations publiques.
- 2) Les montants du principal ne couvrent pas les titres de créance à court terme émis et remboursés dans les douze prochains mois.
- 3) Durée résiduelle moyenne exprimée en années.

6.5 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB, somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB ; pourcentages annuels pour les rendements)

	Belgique	Allemagne	Estonie ¹⁾	Irlande ²⁾	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent(+) des administrations publiques									
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9
2014 T1	-2,9	0,4	-0,4	-5,5	-10,2	-6,5	-4,0	-2,9	-5,0
T2	-3,1	0,5	-0,3	-5,4	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,1
Dettes des administrations publiques									
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2
2014 T1	108,6	75,6	10,5	121,9	174,3	95,0	94,1	130,7	102,5
T2	108,6	75,4	10,5	116,7	176,8	96,4	95,2	133,8	109,5
Titres de dette des administrations publiques : service de la dette ³⁾									
2012	20,7	14,6	-	7,1	15,4	17,5	17,6	22,5	17,8
2013	17,8	13,6	-	7,1	19,1	19,9	17,9	24,0	10,7
2014 T1	20,8	13,9	-	5,6	17,8	20,6	18,7	25,0	10,4
T2	18,9	13,6	-	4,7	12,8	20,4	18,6	25,2	11,0
2014 Août	19,7	13,3	-	5,3	13,5	20,8	23,3	24,9	6,4
Sept.	19,9	13,3	-	5,2	12,6	21,3	22,8	23,6	6,1
Oct.	19,5	13,4	-	5,2	12,4	20,0	22,4	23,4	7,1
Titres de dette des administrations publiques : rendements nominaux moyens									
2012	4,1	2,8	-	5,0	3,5	4,5	3,5	4,2	4,7
2013	3,8	2,4	-	4,5	3,6	4,2	3,2	3,8	3,7
2014 T1	3,6	2,3	-	4,5	3,6	4,0	3,0	3,7	3,7
T2	3,6	2,3	-	4,4	3,5	3,9	2,9	3,6	3,8
2014 Août	3,6	2,2	-	4,4	3,3	3,9	2,9	3,5	4,2
Sept.	3,6	2,2	-	4,4	3,4	3,9	2,9	3,5	4,2
Oct.	3,5	2,2	-	4,4	3,3	3,8	2,9	3,4	4,1
Lettonie Luxembourg Malte Pays-Bas Autriche Portugal Slovénie Slovaquie Finlande									
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
Déficit (-)/excédent(+) des administrations publiques									
2012	-0,8	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 T1	0,0	0,2	-3,0	-3,1	-1,5	-4,1	-13,5	-2,6	-2,5
T2	0,1	0,3	-3,2	-3,0	-1,5	-4,8	-13,1	-2,7	-2,5
Dettes des administrations publiques									
2012	40,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 T1	38,7	23,2	72,3	68,1	81,3	131,6	77,1	57,5	57,5
T2	41,1	23,1	75,0	69,6	82,6	129,4	78,3	55,6	58,9
Titres de dette des administrations publiques : service de la dette ³⁾									
2012	3,0	4,9	10,6	12,0	8,6	15,9	7,0	8,5	7,2
2013	3,8	0,3	11,6	10,9	10,9	20,8	12,7	8,9	6,7
2014 T1	3,9	0,3	12,8	10,0	10,2	20,7	16,9	11,9	5,8
T2	2,2	0,3	14,4	12,4	10,0	17,5	13,4	6,5	6,7
2014 Août	2,1	0,3	10,6	11,9	11,2	17,3	13,0	6,4	9,2
Sept.	2,5	0,3	10,1	12,7	11,1	16,8	13,2	7,1	6,4
Oct.	2,4	0,3	11,5	11,3	9,0	17,5	9,5	7,1	6,5
Titres de dette des administrations publiques : rendements nominaux moyens									
2012	4,5	3,0	4,9	3,4	3,9	4,3	4,5	3,9	3,0
2013	4,3	2,6	4,6	3,0	3,7	4,1	4,6	3,7	2,8
2014 T1	3,8	2,6	4,4	2,8	3,7	4,1	4,5	3,7	2,8
T2	3,6	2,6	4,3	2,8	3,5	4,1	4,3	3,6	2,7
2014 Août	3,6	2,6	4,3	2,8	3,5	4,0	4,2	3,6	2,7
Sept.	3,7	2,6	4,4	2,7	3,5	4,0	4,3	3,6	2,6
Oct.	3,6	2,6	4,3	2,7	3,4	4,0	4,1	3,6	2,6

Sources : Eurostat pour le déficit/excédent des administrations publiques et la dette publique, BCE pour le service de la dette des administrations publiques et les rendements nominaux moyens.

1) Actuellement, les statistiques relatives aux titres de dette des administrations publiques estoniennes ne sont pas publiées en raison d'une faible couverture des données d'origine.

2) Les données relatives au service de la dette publique ne couvrent pas les titres émis sans code ISIN.

3) Service de la dette publique couvrant les remboursements du principal et des intérêts dus sur les douze prochains mois.



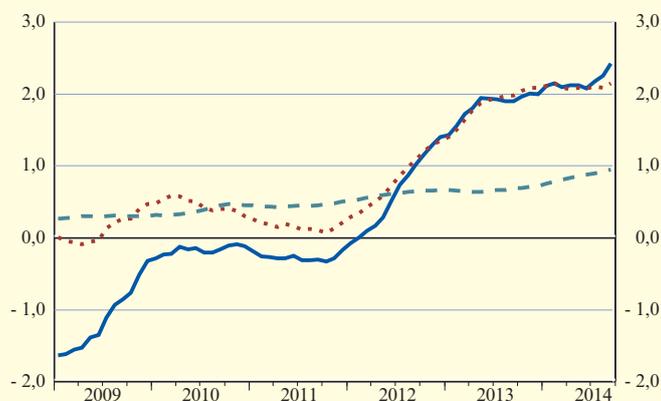
BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

7.1 État récapitulatif de la balance des paiements ^{1) 2)} (flux nets en milliards d'euros, sauf indication contraire)

	Compte des transactions courantes					Compte de capital	Capacité/ besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (colonnes 1 + 6)	Compte financier						Erreurs et omissions
	Total	Biens	Services	Revenus primaires	Revenus secondaires			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Dérivés financiers	Autres investissements	Avoirs de réserve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	-16,3	21,1	49,7	39,8	-126,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	138,3	132,3	65,6	70,3	-130,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	198,4	206,4	71,1	65,6	-144,7	20,0	218,4	446,6	52,1	-12,8	33,6	369,1	4,7	228,3
2014 T1	35,0	43,4	18,8	23,8	-50,9	5,7	40,8	82,1	38,7	-57,3	5,8	92,6	2,2	41,4
T2	44,8	60,4	25,9	-8,4	-33,2	4,0	48,7	82,8	4,2	-39,1	15,6	101,7	0,3	34,1
T3	81,2	53,9	30,5	23,4	-26,6	2,6	83,7	37,5	19,1	33,3	3,4	-17,2	-1,2	-46,2
2013 Septembre	14,8	14,5	9,7	1,8	-11,2	0,5	15,4	28,8	16,6	1,5	1,9	7,8	1,1	13,5
Octobre	21,8	21,0	5,5	4,5	-9,1	3,1	24,9	33,6	-6,1	-4,4	4,5	40,4	-0,8	8,7
Novembre	25,7	21,0	5,6	7,8	-8,7	3,6	29,2	33,2	18,5	-51,0	4,4	61,5	-0,2	4,0
Décembre	33,5	15,3	9,0	21,4	-12,2	1,8	35,2	96,4	17,7	15,8	3,5	58,1	1,4	61,2
2014 Janvier	1,2	3,3	7,1	4,4	-13,6	0,9	2,1	-20,4	0,4	-56,4	0,1	32,9	2,6	-22,5
Février	9,5	18,9	5,4	9,7	-24,5	2,9	12,4	8,0	16,2	-69,0	2,6	58,7	-0,5	-4,4
Mars	24,3	21,2	6,3	9,7	-12,8	1,9	26,3	94,5	22,1	68,2	3,2	1,0	0,0	68,2
Avril	16,1	18,7	7,5	0,1	-10,2	1,2	17,3	-3,2	18,9	30,8	5,5	-58,8	0,4	-20,5
Mai	7,9	20,6	9,2	-12,9	-8,9	0,7	8,6	1,6	-2,4	-79,3	9,7	73,3	0,3	-7,0
Juin	20,8	21,1	9,2	4,5	-14,1	2,1	22,8	84,4	-12,3	9,5	0,5	87,3	-0,5	61,6
Juillet	32,7	23,6	10,8	8,3	-10,0	0,8	33,5	0,0	4,8	-16,7	-0,7	12,9	-0,3	-33,6
Août	17,4	9,8	6,8	9,3	-8,6	1,2	18,6	10,3	-9,0	16,1	-3,0	5,0	1,2	-8,2
Septembre	31,0	20,5	12,8	5,8	-8,1	0,6	31,7	27,2	23,3	34,0	7,0	-35,0	-2,1	-4,4
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2013 Septembre	187,7	195,6	68,3	68,0	-144,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Septembre	241,9	214,9	95,2	72,5	-140,7	20,7	262,6	365,7	92,2	-102,6	37,3	337,2	1,7	103,1
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2013 Septembre	1,9	2,0	0,7	0,7	-1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Septembre	2,4	2,2	1,0	0,7	-1,4	0,2	2,6	3,7	0,9	-1,0	0,4	3,4	0,0	1,0

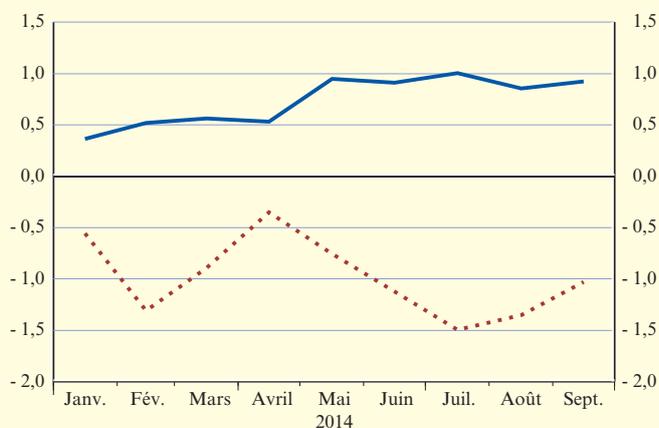
G36 Balance des paiements de la zone euro : compte des transactions courantes (flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)

- Solde du compte des transactions courantes
- Solde des échanges de biens
- - - Solde des échanges de services



G37 Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille (flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)

- Solde net des investissements directs
- Solde net des investissements de portefeuille



Source : BCE.

1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.

2) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

7.2 Compte des transactions courantes et compte de capital ¹⁾
(flux en milliards d'euros, sauf indication contraire)

1. État récapitulatif du compte des transactions courantes et du compte de capital

	Compte des transactions courantes												Compte de capital		
	Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires		Crédit	Débit		
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit				
1	2	3	4	5	6	7	8	Rémunération des salariés 9	10	Rémunération des salariés 11	12	13	14	15	
2011	2 951,7	2 967,9	-16,3	1 726,5	1 705,4	564,3	514,6	583,0	.	543,2	.	77,9	204,7	.	.
2012	3 152,7	3 014,4	138,3	1 870,0	1 737,8	608,8	543,2	595,6	.	525,3	.	78,1	208,1	.	.
2013	3 231,0	3 032,6	198,4	1 899,7	1 693,3	641,2	570,1	605,7	30,9	540,1	14,0	84,4	229,1	38,9	18,9
2014 T1	787,9	752,8	35,0	467,0	423,6	155,2	136,5	145,9	7,9	122,1	2,6	19,8	70,7	9,3	3,6
T2	830,9	786,1	44,8	484,9	424,5	171,5	145,6	151,5	7,8	159,8	3,7	23,0	56,1	7,5	3,5
T3	822,1	740,9	81,2	482,2	428,3	183,8	153,3	136,4	7,8	113,0	4,1	19,6	46,3	5,3	2,8
2014 Mai	276,0	268,1	7,9	161,9	141,4	56,6	47,4	49,4	2,6	62,3	1,2	8,0	16,9	2,3	1,6
Juin	288,0	267,2	20,8	163,0	141,9	61,7	52,4	55,3	2,6	50,8	1,3	8,0	22,1	3,1	1,0
Juillet	284,4	251,7	32,7	171,9	148,3	62,0	51,2	43,9	2,6	35,6	1,4	6,6	16,5	1,8	1,0
Août	249,0	231,6	17,4	140,1	130,3	59,2	52,4	43,3	2,6	34,0	1,3	6,4	15,0	2,1	0,9
Septembre	288,7	257,7	31,0	170,2	149,7	62,5	49,7	49,2	2,5	43,5	1,4	6,7	14,8	1,5	0,9
	<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2013 Septembre	3 210,9	3 023,2	187,7	1 893,5	1 697,9	630,5	562,2	603,8	.	535,8	.	83,0	227,2	.	.
2014 Septembre	3 273,3	3 031,4	241,9	1 917,2	1 702,2	677,9	582,7	594,4	31,5	521,9	13,9	83,8	224,6	38,0	17,3
	<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2013 Septembre	32,5	30,6	1,9	19,2	17,2	6,4	5,7	6,1	.	5,4	.	0,8	2,3	.	.
2014 Septembre	32,8	30,4	2,4	19,2	17,0	6,8	5,8	6,0	0,3	5,2	0,1	0,8	2,2	0,4	0,2
	<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2013 Septembre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	.	0,0	.	0,0	0,0	.	.
2014 Septembre	5,0	-0,9	109,0	6,6	3,1	6,7	1,7	-0,4	0,4	-8,7	0,8	-6,4	-19,3	-17,1	-33,7
	Données CVS														
2014 T1	814,2	754,8	59,3	474,1	422,9	168,7	143,9	149,9	-	131,2	-	21,4	56,8	-	-
T2	824,5	764,6	59,9	484,8	427,4	171,8	148,0	147,2	-	130,0	-	20,6	59,3	-	-
T3	820,7	745,0	75,7	481,8	425,5	172,4	145,6	145,9	-	122,2	-	20,6	51,7	-	-
2014 Mai	273,4	250,4	23,0	161,1	140,0	56,6	48,3	48,8	-	43,4	-	6,9	18,7	-	-
Juin	277,8	260,3	17,5	162,5	144,2	59,3	51,5	48,7	-	43,0	-	7,3	21,5	-	-
Juillet	270,0	247,1	22,9	159,9	142,4	56,6	47,8	46,8	-	38,3	-	6,6	18,7	-	-
Août	266,5	243,7	22,8	154,3	136,3	57,0	49,6	47,9	-	40,2	-	7,3	17,7	-	-
Septembre	284,3	254,2	30,0	167,6	146,9	58,8	48,3	51,3	-	43,7	-	6,7	15,3	-	-
	<i>variations mensuelles en pourcentage</i>														
2014 Juillet	-2,8	-5,1	30,6	-1,6	-1,3	-4,5	-7,3	-3,9	-	-10,9	-	-10,0	-13,3	-	-
Août	-1,3	-1,4	-0,3	-3,5	-4,3	0,7	3,8	2,4	-	5,0	-	10,0	-5,4	-	-
Septembre	6,7	4,3	31,8	8,6	7,8	3,1	-2,5	7,1	-	8,7	-	-8,1	-13,2	-	-

2. Services

	Total		Transports		Voyages		Services d'assurance, de pension et services financiers		Services de télécommunication, d'informatique et d'information		Autres services aux entreprises ²⁾		Autres services ³⁾	
	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	564,3	514,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	608,8	543,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	641,2	570,1	127,4	123,0	112,6	93,1	75,9	52,0	75,2	40,4	161,9	164,3	88,2	97,2
2013 T3	171,5	148,7	33,5	31,4	39,9	31,9	19,2	12,5	18,3	9,6	39,2	39,7	21,5	23,6
T4	167,3	147,3	31,4	30,6	23,3	21,6	20,2	13,6	21,3	10,8	45,8	45,3	25,3	25,4
2014 T1	155,2	136,5	29,7	30,0	20,7	18,1	18,8	14,0	19,2	9,9	41,3	39,6	25,5	24,9
T2	171,5	145,6	31,4	30,4	30,8	23,4	19,9	14,0	20,7	10,2	43,6	42,6	24,8	25,1
T3	183,8	153,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Source : BCE.

- Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.
- Comprend les services de recherche et développement, les services spécialisés et les services de conseil en gestion, et les services techniques, liés au commerce et autres services aux entreprises non inclus dans les catégories précédentes.
- Comprend les services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers, les services d'entretien et de réparation non inclus ailleurs, les frais pour usage de la propriété intellectuelle, les services personnels, culturels et relatifs aux loisirs, les biens et services des administrations publiques et les services non classés.

7.2 Compte des transactions courantes et compte de capital ¹⁾

(en milliards d'euros)

3. Revenus d'investissements

(flux)

	Total		Investissements directs				Investissements de portefeuille				Autres investissements		Avoirs de réserve		
	Crédit	Débit	Actions et autres participations		Titres de créance		Actions et autres participations		Titres de créance		Crédit	Débit	Crédit		
			Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit							
	Bénéfices réinvestis	Bénéfices réinvestis							Bénéfices réinvestis	Bénéfices réinvestis					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	535,2	510,0	271,7	32,1	183,0	38,7	64,1	50,9	45,5	111,7	102,6	110,2	48,7	54,2	2,7
2013 T3	133,0	124,7	67,1	17,0	47,5	16,4	15,2	12,3	12,7	25,3	25,7	27,0	11,6	12,7	0,7
T4	132,9	119,2	67,5	-9,3	45,8	-3,5	17,3	13,1	9,9	19,5	25,5	27,1	12,0	13,6	0,7
2014 T1	125,3	115,5	61,8	17,9	40,6	12,5	16,2	13,9	11,2	20,2	24,9	27,3	10,5	13,4	0,7
T2	140,7	152,1	70,9	7,6	42,5	8,2	15,1	14,5	18,2	56,5	25,4	25,5	10,4	13,2	0,7
T3	125,6	105,3	61,0	13,2	35,3	13,2	12,3	9,8	14,5	22,7	25,6	25,4	11,6	12,1	0,7

4. Ventilation géographique

(flux cumulés sur quatre trimestres)

	Total	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro				Brésil	Canada	Chine	Inde	Japon	Russie	Suisse	États-Unis	Autres pays ²⁾
		Total	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE									
T3 2013 à T2 2014	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Crédit														
Compte des transactions courantes	3 260,0	1 044,1	493,8	485,0	65,2	58,3	46,2	165,6	37,5	76,0	120,9	264,3	437,4	1 009,6
Biens	1 908,1	607,7	253,8	353,3	0,5	31,6	24,1	130,4	27,6	43,2	82,0	105,7	224,2	631,6
Services	665,6	202,3	123,5	71,1	7,7	10,7	10,8	20,4	7,4	16,2	21,1	74,2	106,1	196,5
Revenus primaires	601,6	195,6	91,9	54,8	48,9	15,5	10,7	14,3	2,2	13,0	17,2	71,4	96,0	165,6
Revenus d'investissements	531,8	150,0	89,4	53,8	6,8	15,3	10,6	14,2	2,2	12,9	17,2	55,0	94,4	160,1
Revenus secondaires	84,6	35,7	24,6	3,0	8,1	0,6	0,6	0,6	0,2	3,7	0,6	13,1	11,0	18,6
Compte de capital	40,4	31,1	5,0	0,7	25,3	0,0	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	2,9	0,5	4,8
Débit														
Compte des transactions courantes	3 052,5													
Biens	1 700,4	477,9	164,3	313,6	0,0	25,3	14,5	199,8	25,2	42,2	133,1	96,8	141,2	544,4
Services	578,0	167,7	92,9	73,6	1,3	5,3	8,2	16,4	7,0	10,1	10,4	50,5	125,4	177,1
Revenus primaires	541,7													
Revenus d'investissements	511,5													
Revenus secondaires	232,4	130,2	24,1	6,4	99,8	1,7	1,1	2,5	1,1	3,4	0,8	14,4	16,4	60,7
Compte de capital	17,9	6,4	4,6	1,5	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,7	1,8	7,9
Net														
Compte des transactions courantes	207,4													
Biens	207,7	129,7	89,5	39,7	0,5	6,4	9,6	-69,3	2,4	0,9	-51,1	8,9	83,0	87,2
Services	87,6	34,6	30,6	-2,4	6,4	5,4	2,6	3,9	0,4	6,1	10,7	23,7	-19,3	19,4
Revenus primaires	59,9													
Revenus d'investissements	20,3													
Revenus secondaires	-147,8	-91,8	0,5	-0,6	-91,6	-1,1	-0,6	-1,9	-0,9	0,2	-0,3	-1,3	-5,3	-44,8
Compte de capital	22,6	42,5	0,5	17,1	25,0	-0,2	-0,4	0,5	0,0	0,3	0,1	2,1	-1,3	-21,0

Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

2) Tous les revenus au titre des avoirs de réserve sont imputés aux autres pays.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

1. État récapitulatif du compte financier

	Total ²⁾			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Encours (position extérieure)														
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 T2	17 731,8	19 159,4	-1 427,6	180,2	194,7	-14,5	7 120,0	5 406,2	5 469,8	8 779,7	-61,6	4 636,2	4 968,9	564,3
T3	17 619,8	19 119,1	-1 499,3	178,5	193,7	-15,2	6 995,6	5 409,4	5 569,8	8 904,2	-56,9	4 518,8	4 796,7	586,8
T4	17 767,5	19 106,0	-1 338,5	179,4	192,9	-13,5	7 231,9	5 550,5	5 658,8	9 051,9	-65,2	4 392,5	4 489,3	542,1
2014 T1	18 202,4	19 444,2	-1 241,7	182,9	195,4	-12,5	7 355,0	5 499,4	5 747,5	9 292,6	-49,4	4 578,3	4 638,1	570,6
T2	18 646,0	19 713,9	-1 067,9	186,7	197,4	-10,7	7 407,6	5 487,0	6 033,4	9 620,6	-43,9	4 661,5	4 593,9	583,1
Flux														
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	783,7	337,1	446,6	7,9	3,4	4,5	519,2	467,1	262,0	274,8	33,6	-35,8	-404,9	4,7
2014 T1	326,1	244,0	82,1	3,3	2,5	0,8	8,7	-30,0	69,1	126,4	5,8	240,2	147,6	2,2
T2	191,4	108,6	82,8	1,9	1,1	0,8	-24,9	-29,1	152,6	191,7	15,6	47,7	-54,0	0,3
T3	149,4	111,9	37,5	.	.	.	43,3	24,2	92,8	59,5	3,4	11,1	28,2	-1,2
2014 Mai	71,1	69,5	1,6	-	-	-	-14,6	-12,2	40,4	119,7	9,7	35,2	-38,1	0,3
Juin	-13,1	-97,5	84,4	-	-	-	-41,3	-28,9	63,3	53,8	0,5	-35,1	-122,4	-0,5
Juillet	70,1	70,2	0,0	-	-	-	4,2	-0,5	12,9	29,6	-0,7	54,0	41,1	-0,3
Août	28,8	18,5	10,3	-	-	-	6,0	15,0	28,8	12,7	-3,0	-4,2	-9,2	1,2
Septembre	50,5	23,2	27,2	-	-	-	33,1	9,8	51,1	17,1	7,0	-38,6	-3,6	-2,1
Autres variations														
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 T3	-189,2	-20,9	-169,9	-3,1	-1,4	-1,7	-197,3	-51,7	28,5	76,8	4,3	-44,2	-45,9	19,5
T4	-107,5	-108,6	-2,5	-2,3	-2,2	0,0	20,7	-44,3	34,2	53,3	-20,7	-96,5	-117,6	-45,0
2014 T1	115,8	94,4	14,7	0,6	0,5	0,1	114,4	-21,1	19,5	114,4	9,9	-54,4	1,1	26,4
T2	248,3	162,8	91,1	3,5	2,6	0,9	77,5	16,7	133,3	136,3	-10,1	35,4	9,9	12,1
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Taux de croissance annuels (en pourcentage) ³⁾														
2013 T3	.	.	.	-	-	-	.	.	.	.	-	.	.	.
T4	.	.	.	-	-	-	.	.	.	.	-	.	.	.
2014 T1	4,9	2,0	2,3	-	-	-	6,2	7,0	4,0	3,5	-	4,0	-5,7	1,2
T2	4,8	2,2	2,1	-	-	-	3,9	3,4	6,3	5,2	-	4,2	-4,4	1,0
T3	5,2	2,9	1,8	-	-	-	3,5	2,8	6,5	5,2	-	6,1	-1,4	0,3

Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

2) Les dérivés financiers nets sont inclus dans les avoirs.

3) Cf. notes techniques.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

2. Investissements directs

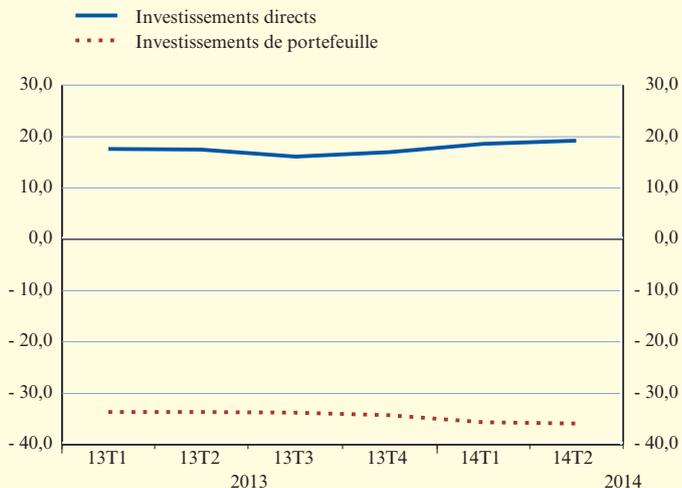
		Avoirs					Engagements					Pour mémoire : investissements directs dans la zone euro ²⁾
		Total	Par instruments		Par secteurs résidents		Total	Par instruments		Par secteurs résidents		
			Actions et autres participations (y compris bénéfiques réinvestis)	Instruments de dette	IFM	Autres secteurs		Actions et autres participations (y compris bénéfiques réinvestis)	Instruments de dette	IFM	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours (position extérieure)												
2010		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	T2	7 120,0	4 851,8	2 268,0	308,2	6 811,8	6 100,6	3 476,6	1 929,6	161,3	5 244,9	4 386,9
	T3	6 995,6	4 847,8	2 147,6	305,6	6 690,0	6 035,6	3 511,6	1 897,8	161,3	5 248,1	4 449,4
	T4	7 231,9	5 042,1	2 189,5	302,6	6 929,3	6 291,8	3 651,0	1 899,5	153,4	5 397,1	4 610,4
2014	T1	7 355,0	5 114,5	2 238,0	307,5	7 047,5	6 317,3	3 607,0	1 892,4	151,9	5 347,6	4 461,7
	T2	7 407,6	5 111,3	2 293,6	308,5	7 099,1	6 409,0	3 562,6	1 924,4	153,2	5 333,8	4 488,4
Flux												
2011		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013		519,2	485,4	33,8	-0,8	520,0	578,1	406,1	61,0	8,1	459,1	526,1
2014	T1	8,7	-1,4	10,1	5,7	3,0	-17,1	-30,0	0,8	-1,5	-28,5	-55,8
	T2	-24,9	-46,1	21,2	4,3	-29,2	5,4	-29,1	-38,3	9,3	2,3	-31,4
	T3	43,3	33,1	10,2	3,6	39,7	-	24,2	16,4	7,8	1,1	23,1
2014	Mai	-14,6	-21,6	7,1	1,9	-16,4	-	-12,2	-24,1	11,9	0,6	-12,8
	Juin	-41,3	-28,6	-12,6	0,8	-42,0	-	-28,9	-19,2	-9,7	0,7	-29,7
	Juillet	4,2	9,7	-5,4	-0,7	4,9	-	-0,5	6,3	-6,9	0,2	-0,8
	Août	6,0	7,6	-1,6	-0,9	6,9	-	15,0	10,1	4,9	0,7	14,3
	Septembre	33,1	15,9	17,2	5,2	27,8	-	9,8	0,1	9,7	0,2	9,6
Taux de croissance annuels (en pourcentage)												
2014	T1	6,2	8,0	2,0	0,0	6,3	8,1	7,0	9,0	3,4	1,5	7,7
	T2	3,9	5,9	-0,6	0,4	3,9	5,7	3,4	5,0	0,3	2,5	3,9
	T3	3,5	4,7	0,7	-	-	-	2,8	3,8	0,8	-	-

G38 Position extérieure de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)

G39 Positions des investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

2) Sur la base du principe directionnel du BPM5.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

3. Investissements de portefeuille : avoirs

	Total	Par intruments					Par secteurs résidents				Par secteurs de contrepartie (émetteurs)			
		Actions et part de fonds de placement			Titres de créance		Euro-système	IFM (hors Euro-système)	Administra-tions publiques	Autres secteurs	IFM	Administra-tions publiques	Autres secteurs	
		Total	Actions	Parts de fonds de placements	Court terme	Long terme								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Encours (position extérieure)														
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	T2	5 469,8	2 134,7	1 813,1	315,4	491,3	2 841,0	83,6	931,4	140,8	4 314,0	1 163,0	865,4	3 435,4
	T3	5 569,8	2 235,2	1 906,0	322,9	487,3	2 844,2	81,2	944,8	140,9	4 403,0	1 190,6	807,9	3 565,7
	T4	5 658,8	2 351,6	2 009,0	335,0	475,2	2 829,1	78,5	937,2	135,1	4 508,0	1 155,0	793,8	3 704,5
2014	T1	5 747,5	2 411,0	2 076,9	326,7	486,4	2 849,2	79,1	936,5	129,2	4 602,6	1 197,2	798,3	3 745,5
	T2	6 033,4	2 555,2	2 183,8	364,2	509,4	2 967,9	84,8	962,7	132,5	4 853,4	1 233,1	848,6	3 944,9
Flux														
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013		262,0	166,0	151,8	14,3	6,6	89,3	17,2	-20,1	-2,3	267,2	33,9	20,5	165,2
2014	T1	69,1	18,1	12,4	5,7	12,6	38,5	1,5	-9,8	-4,8	82,3	7,6	12,5	40,6
	T2	152,6	65,0	55,8	9,3	16,0	71,5	4,2	9,5	-0,7	139,6	20,0	30,4	93,6
	T3	92,8	14,1	-	-	25,2	53,5	-4,7	39,7	-3,9	61,7	13,9	15,6	31,5
2014	Mai	40,4	20,9	-	-	7,1	12,5	3,4	5,8	0,1	31,1	3,3	8,2	28,8
	Juin	63,3	15,1	-	-	12,5	35,7	1,5	14,9	-0,9	47,8	10,1	13,5	32,3
	Juillet	12,9	5,2	-	-	1,5	6,2	-0,3	-1,3	-0,6	15,1	4,2	4,7	4,1
	Août	28,8	4,8	-	-	8,5	15,5	-2,9	10,4	-0,9	22,2	7,5	6,3	7,8
	Septembre	51,1	4,1	-	-	15,2	31,7	-1,5	30,6	-2,4	24,4	2,2	4,7	19,6
Taux de croissance annuels (en pourcentage)														
2014	T1	4,0	5,4	5,7	4,2	0,8	3,4	23,7	-3,0	-7,8	5,5	5,3	0,4	4,0
	T2	6,3	7,7	8,0	6,3	6,3	5,3	9,4	1,2	-7,8	7,8	8,9	2,6	6,2
	T3	6,5	6,0	-	-	11,0	6,3	-	-	-	-	-	-	-

4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total	Par intruments				Par secteurs résidents				
		Actions et parts de fonds de placement			Titres de créance		IFM	Administra-tions publiques	Autres secteurs	
		Total	Actions	Parts de fonds de placement	Court terme	Long terme				
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
Encours (position extérieure)										
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	T2	8 779,7	3 806,1	1 395,5	2 410,6	453,2	4 520,4	1 866,8	2 190,8	4 722,1
	T3	8 904,2	3 937,5	1 496,8	2 440,7	484,9	4 481,9	1 888,8	2 250,7	4 764,8
	T4	9 051,9	4 136,9	1 654,4	2 482,4	464,0	4 451,0	1 832,4	2 221,0	4 998,6
2014	T1	9 292,6	4 281,0	1 693,2	2 587,8	455,2	4 556,3	1 840,0	2 369,4	5 083,2
	T2	9 620,6	4 481,0	1 781,4	2 699,6	478,2	4 661,4	1 878,6	2 483,2	5 258,7
Flux										
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013		274,8	177,1	21,3	136,3	13,1	84,6	-44,3	115,4	203,6
2014	T1	126,4	62,3	-20,2	78,0	3,8	60,3	27,3	56,3	42,7
	T2	191,7	110,4	28,9	79,9	20,4	60,8	29,4	77,3	84,9
	T3	59,5	63,1	-	-	-20,3	16,6	50,4	-47,0	56,0
2014	Mai	119,7	32,1	-	-	14,6	73,1	29,3	44,9	45,5
	Juin	53,8	58,3	-	-	11,2	-15,7	18,7	4,0	31,1
	Juillet	29,6	33,2	-	-	-0,2	-3,3	14,2	-21,7	37,1
	Août	12,7	9,6	-	-	-17,5	20,6	21,2	-26,6	18,1
	Septembre	17,1	20,3	-	-	-2,7	-0,6	14,9	1,4	0,8
Taux de croissance annuels (en pourcentage)										
2014	T1	3,5	4,6	0,3	6,5	-2,4	3,1	-0,6	5,7	3,7
	T2	5,2	6,1	1,0	8,7	4,9	4,3	3,1	8,5	4,1
	T3	5,2	6,9	-	-	-7,3	5,0	-	-	-

Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

5. Autres investissements : avoirs

	Total	Par intruments				Par secteurs résidents				
		Numéraire et dépôts	Autres avoirs ²⁾			Eurosystème	Autres IFM (hors Eurosystème)	Administrations publiques	Autres secteurs	
			Prêts	Crédits commerciaux et avances						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Encours (position extérieure)										
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	T2	4 636,2	2 314,1	2 322,1	1 655,1	250,0	19,8	2 951,4	158,6	1 509,5
	T3	4 518,8	2 205,9	2 312,9	1 636,0	244,6	26,5	2 858,7	156,1	1 483,1
	T4	4 392,5	2 163,1	2 229,4	1 624,7	243,8	17,1	2 761,1	161,7	1 460,1
2014	T1	4 578,3	2 319,7	2 258,6	1 596,1	247,6	10,0	2 906,5	160,2	1 502,1
	T2	4 661,5	2 402,6	2 258,9	1 604,9	252,6	9,1	2 983,1	159,0	1 514,6
Flux										
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	.	-35,8	-87,9	52,1	-5,8	7,1	-20,1	-68,8	-10,1	63,2
2014	T1	240,2	156,2	84,0	2,2	2,6	-6,6	143,8	0,1	102,9
	T2	47,7	61,4	-13,7	3,8	1,1	-1,0	58,1	-1,9	-7,4
	T3	11,1	-64,3	75,4	-	-	4,0	11,1	-1,2	-2,9
2014	Mai	35,2	47,7	-12,4	-	-	-4,5	41,2	1,6	-3,1
	Juin	-35,1	-25,7	-9,4	-	-	-1,9	-33,6	0,8	-0,4
	Juillet	54,0	34,0	20,0	-	-	1,0	53,7	-0,5	-0,2
	Août	-4,2	-10,8	6,6	-	-	0,4	-5,5	3,8	-2,9
	Septembre	-38,6	-87,4	48,8	-	-	2,7	-37,1	-4,4	0,2
Taux de croissance annuels (en pourcentage)										
2014	T1	4,0	4,7	3,4	-2,4	2,4	-63,3	2,4	-0,3	9,2
	T2	4,2	5,6	2,7	-0,5	2,0	-51,7	4,0	1,4	5,5
	T3	6,1	6,7	5,6	-	-	-47,1	7,1	1,7	5,6

6. Autres investissements : engagements

	Total	Par intruments				Par secteurs résidents				
		Numéraire et dépôts	Autres engagements ³⁾			Eurosystème	Autres IFM (hors Eurosystème)	Administrations publiques	Autres secteurs	
			Prêts	Crédits commerciaux et avances						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Encours (position extérieure)										
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	T2	4 968,9	3 041,9	1 926,9	1 195,1	220,7	428,5	2 872,2	240,1	1 432,7
	T3	4 796,7	2 895,7	1 901,0	1 160,3	212,3	413,8	2 750,3	243,3	1 398,1
	T4	4 489,3	2 743,1	1 746,3	1 116,5	211,0	392,8	2 536,3	237,2	1 337,3
2014	T1	4 638,1	2 782,1	1 855,9	1 143,8	213,6	362,8	2 610,8	227,8	1 450,8
	T2	4 593,9	2 759,4	1 834,6	1 122,2	216,4	346,1	2 603,0	228,6	1 428,5
Flux										
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	.	-404,9	-392,9	-12,0	-19,5	9,6	-78,8	-325,4	0,3	-0,9
2014	T1	147,6	29,9	117,7	26,5	1,6	-30,5	71,0	1,2	105,9
	T2	-54,0	-34,9	-19,1	-19,1	0,8	-18,2	-22,5	2,6	-15,9
	T3	28,2	13,7	14,5	-	-	-10,0	43,0	-2,4	-2,4
2014	Mai	-38,1	-17,5	-20,5	-	-	-0,5	-27,5	-1,9	-8,1
	Juin	-122,4	-105,7	-16,7	-	-	-19,6	-83,1	4,5	-24,2
	Juillet	41,1	24,6	16,5	-	-	-13,0	44,3	1,9	7,8
	Août	-9,2	-28,2	19,0	-	-	6,2	-18,2	-1,3	4,0
	Septembre	-3,6	17,3	-20,9	-	-	-3,2	16,8	-3,0	-14,2
Taux de croissance annuels (en pourcentage)										
2014	T1	-5,7	-10,1	1,4	-1,6	2,0	-17,7	-8,3	0,8	2,2
	T2	-4,4	-8,6	2,3	-2,2	1,9	-17,9	-6,5	1,4	2,8
	T3	-1,4	-4,0	2,8	-	-	-18,4	-1,2	-2,3	3,6

Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

2) Y compris autres participations, assurance, régimes de retraite, systèmes de garantie standard, autres comptes à recevoir.

3) Y compris autres participations, assurance, régimes de retraite, systèmes de garantie standard, autres comptes à payer et allocations de droits de tirage spéciaux.

7.3 Compte financier ¹⁾

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

7. Avoirs de réserve ²⁾

	Avoirs de réserve											Pour mémoire		
	Total	Or monétaire		Avoirs en DTS	Position de réserve au FMI	Autres avoirs de réserve					Autres créances	Autres avoirs en monnaies étrangères	Sorties nettes de devises prévues à court terme	
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Numéraire et dépôts	Titres		Dérivés financiers (nets)					
							Actions et parts de fonds de placement	Titre de créances						
1	2	3	4	5	Auprès des autorités monétaires et de la BRI	Auprès des banques	8	Long terme	Court terme	11	12	13	14	
Encours (position extérieure)														
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	7,7	16,0	0,5	112,8	17,9	0,0	0,0	26,3	-24,4
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	5,3	7,8	0,8	135,7	11,7	-0,4	0,0	97,4	-86,0
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	6,1	8,8	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0
2014 T1	570,6	324,9	346,793	50,2	28,2	5,3	7,7	0,3	139,5	12,1	0,1	2,3	22,7	-31,3
T2	583,1	333,8	346,721	50,8	28,1	4,9	8,1	0,3	139,6	14,8	-0,1	2,7	23,0	-28,5
T3	597,0	335,2	346,723	53,2	28,5	6,3	10,4	0,4	143,1	17,9	-0,5	2,5	27,5	-31,9
2014 Juin	583,1	333,8	346,721	50,8	28,1	4,9	8,1	0,3	139,6	14,8	-0,1	2,7	23,0	-28,5
Juillet	585,1	333,1	346,722	51,4	28,4	4,6	12,3	0,3	136,5	15,6	-0,2	3,0	25,4	-32,2
Août	594,1	338,0	346,722	52,0	27,5	4,2	13,3	0,3	138,6	17,5	-0,3	2,9	24,6	-32,0
Septembre	597,0	335,2	346,723	53,2	28,5	6,3	10,4	0,4	143,1	17,9	-0,5	2,5	27,5	-31,9
Octobre	585,9	322,3	346,724	53,3	28,3	5,5	11,1	0,4	143,5	19,0	-0,4	2,9	27,6	-31,3
Flux														
2011	.	.	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
2012	.	.	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
2013	4,7	0,0	-	-0,6	-1,7	0,5	-2,9	0,0	16,1	-6,2	-1,0	0,4	-	-
2014 T1	2,2	0,0	-	-0,2	-0,8	-0,5	1,8	0,1	1,4	0,6	-0,3	0,0	-	-
T2	0,3	0,0	-	0,1	-0,4	-0,3	0,1	0,1	-2,1	2,3	0,1	0,4	-	-
T3	-1,2	0,0	-	0,4	-0,7	1,1	1,8	0,0	-5,5	2,3	-0,2	-0,4	-	-
2014 Mai	0,3	0,0	-	0,0	-0,5	-0,3	0,1	0,0	-0,4	0,9	0,0	0,4	-	-
Juin	-0,5	0,0	-	-0,2	-0,6	1,3	-0,5	0,0	0,1	-0,7	0,0	0,0	-	-
Juillet	-0,3	0,0	-	0,1	0,1	-0,4	4,3	0,0	-5,3	0,6	-0,2	0,5	-	-
Août	1,2	0,0	-	0,2	-1,1	-0,4	1,0	0,0	0,0	1,8	0,0	-0,3	-	-
Septembre	-2,1	0,0	-	0,1	0,3	1,9	-3,5	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,5	-	-
Taux de croissance annuels (en pourcentage)														
2014 T1	1,2	0,0	-	-0,5	-8,7	20,0	-16,6	40,2	14,2	-35,1	-	53,0	-	-
T2	1,0	0,0	-	0,2	-9,3	5,9	7,7	71,1	7,2	-10,8	-	35,5	-	-
T3	0,3	0,0	-	1,4	-10,0	39,5	5,4	71,1	0,0	14,0	-	15,5	-	-

8. Dette extérieure brute

	Dette extérieure brute											Dette extérieure nette		
	Total	Par instruments					Par secteurs							
		Prêts, numéraire et dépôts	Titres de créances		Crédits commerciaux et avances	Autres passifs afférents à la dette	Investissements directs : instruments de dette	Administrations publiques	Euro-système	Autres IFM (hors Euro-système)	Autres secteurs			
1	2	Court terme	Long terme	3								4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)														
2010
2011
2012
2013 T4	11 311,6	3 859,5	464,0	4 451,0	211,0	417,1	1 899,5	2 458,3	390,6	3 833,1	4 629,7	1 115,7	.	
2014 T1	11 550,2	3 926,0	455,2	4 556,3	213,6	496,3	1 892,4	2 597,3	360,6	3 894,9	4 697,5	1 086,0	.	
T2	11 664,7	3 881,6	478,2	4 661,4	216,4	493,0	1 924,4	2 712,0	343,4	3 908,3	4 701,0	912,4	.	
Encours en pourcentage du PIB														
2010
2011
2012
2013 T4	114,2	39,0	4,7	44,9	2,1	4,2	19,2	24,8	3,9	38,7	46,7	11,3	.	
2014 T1	116,0	39,4	4,6	45,8	2,1	5,0	19,0	26,1	3,6	39,1	47,2	10,9	.	
T2	116,8	38,9	4,8	46,7	2,2	4,9	19,3	27,2	3,4	39,1	47,1	9,1	.	

Source : BCE.

- Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.
- Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, conformément à l'approche retenue pour les avoirs de réserve de l'Eurosystème. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

7.3 Compte financier

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

9. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)			Canada	Chine	Hong-Kong	Japon	Suisse	États-Unis	Centres financiers extra-territoriaux	Organisations internationales	Autres pays	
		Total	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
2014 T2	Encours (position extérieure)													
Investissements directs	1 920,6	799,6	519,1	282,2	-1,7	103,6	120,8	10,5	-44,8	228,9	68,0	-339,7	-0,3	974,0
Avoirs	7 407,6	2 221,7	1 579,4	642,2	0,1	235,3	152,3	56,9	126,1	727,0	1 665,6	635,3	0,2	1 587,2
Actions et autres participations et bénéfices réinvestis	5 111,3	1 494,8	1 048,6	446,2	0,0	172,9	119,7	37,9	95,5	483,1	1 123,0	478,1	0,1	1 106,2
Instruments de dette	2 293,6	724,0	530,8	193,1	0,1	62,5	32,6	19,0	30,6	243,9	542,6	157,2	0,1	481,0
Engagements	5 487,0	1 422,1	1 060,3	360,0	1,8	131,7	31,5	46,3	170,9	498,1	1 597,7	975,0	0,5	613,2
Actions et autres participations et bénéfices réinvestis	3 562,6	1 025,0	761,4	262,4	1,3	110,4	9,4	17,9	151,1	273,9	1 103,5	469,3	0,1	402,0
Instruments de dette	1 924,4	397,0	298,9	97,6	0,5	21,3	22,1	28,4	19,9	224,2	494,1	505,7	0,4	211,2
Investissements de portefeuille – avoirs	6 033,4	1 899,4	1 006,8	659,3	233,3	121,3	60,5	59,6	301,4	181,9	1 935,5	419,7	40,0	1 014,0
Actions, parts de fonds de placement	2 555,2	524,1	363,9	160,0	0,2	41,6	55,1	48,0	199,6	160,3	900,4	241,6	1,1	383,3
Titres de créance	3 478,2	1 375,3	642,9	499,3	233,1	79,7	5,4	11,6	101,7	21,6	1 035,1	178,1	39,0	630,7
Court terme	509,4	162,3	89,0	72,7	0,6	9,3	1,1	5,1	71,5	6,1	183,7	23,3	2,2	44,7
Long terme	2 967,9	1 212,0	553,8	425,7	232,4	70,4	4,3	6,5	30,3	15,5	851,4	154,8	36,7	586,0
Autres investissements	59,6	-199,7	83,6	-40,2	-243,1	5,2	13,2	29,1	53,6	20,8	88,4	115,9	-209,1	142,2
Avoirs	4 661,5	1 990,5	1 639,8	334,6	16,2	30,5	68,8	81,7	138,2	274,7	762,1	428,6	36,9	849,4
IFM	2 992,2	1 347,3	1 099,7	245,2	2,4	18,4	48,5	75,3	113,2	159,3	466,0	337,5	6,8	420,1
Non-IFM	1 673,6	647,6	540,0	93,8	13,8	12,1	20,3	6,5	25,0	115,4	296,0	91,1	30,2	429,3
Engagements	4 593,9	2 182,3	1 556,2	366,8	259,2	25,3	55,6	52,6	84,6	253,9	673,7	312,7	246,0	707,3
IFM	2 949,1	1 417,3	989,0	322,2	106,0	16,5	26,1	42,8	48,9	184,8	352,5	240,1	112,9	507,3
Non-IFM	1 657,2	777,4	567,2	57,0	153,2	8,8	29,5	9,9	35,7	69,1	321,2	72,6	133,1	200,0
T3 2013 à T2 2014	Flux cumulés sur quatre trimestres													
Investissements directs	91,1	155,2	120,5	35,1	-0,3	7,6	2,8	-0,6	-24,0	-58,8	-110,6	38,2	0,0	81,3
Avoirs	272,3	100,3	85,6	14,7	0,1	23,4	10,8	7,1	-15,3	-33,2	38,6	47,0	0,0	93,6
Actions et autres participations et bénéfices réinvestis	283,9	107,0	76,3	30,7	0,0	31,6	7,5	0,6	-12,7	-45,9	70,6	44,4	0,0	80,8
Instruments de dette	-11,6	-6,6	9,3	-16,0	0,0	-8,2	3,3	6,5	-2,7	12,7	-32,0	2,7	0,0	12,7
Engagements	181,3	-54,9	-34,9	-20,4	0,4	15,8	8,0	7,8	8,6	25,6	149,2	8,8	0,0	12,3
Actions et autres participations et bénéfices réinvestis	175,3	-48,4	-25,0	-23,4	0,0	14,6	5,3	0,8	9,4	16,5	128,8	16,2	0,0	31,9
Instruments de dette	6,0	-6,5	-9,9	3,0	0,4	1,2	2,7	6,9	-0,7	9,1	20,3	-7,4	0,0	-19,7
Investissements de portefeuille – avoirs	348,0	97,4	73,4	9,0	15,0	17,0	4,7	1,6	22,4	14,0	114,7	9,8	5,7	60,8
Actions, parts de fonds de placement	171,0	51,2	32,0	19,0	0,2	4,1	3,3	-1,5	21,2	7,3	74,1	1,1	0,0	10,3
Titres de créance	177,0	46,2	41,4	-10,0	14,8	12,8	1,4	3,1	1,2	6,7	40,5	8,7	5,7	50,6
Court terme	29,8	9,5	17,0	-7,0	-0,5	2,0	0,0	1,8	4,0	1,7	5,5	5,0	1,0	-0,6
Long terme	147,2	36,7	24,4	-3,0	15,3	10,8	1,4	1,3	-2,8	5,0	35,1	3,8	4,7	51,2
Autres investissements	407,4	163,3	168,4	-6,4	1,3	4,8	9,1	14,7	42,0	61,7	34,1	13,5	0,9	63,3
Avoirs	185,0	-57,0	-65,1	8,0	0,1	7,5	12,1	25,3	48,0	26,5	74,6	39,2	0,9	7,7
IFM	101,3	-77,4	-76,4	-1,4	0,4	0,7	11,7	26,7	45,2	17,9	53,6	31,7	0,8	-9,7
Non-IFM	83,7	20,4	11,3	9,4	-0,3	6,8	0,4	-1,4	2,8	8,6	21,0	7,6	0,1	17,4
Engagements	-222,4	-220,2	-233,4	14,4	-1,2	2,7	3,0	10,6	6,0	-35,2	40,5	25,7	0,0	-55,6
IFM	-263,0	-185,5	-194,3	13,7	-4,9	-1,7	-1,3	8,4	4,1	-44,8	22,3	17,7	-4,3	-77,9
Non-IFM	40,6	-34,8	-39,2	0,7	3,7	4,4	4,3	2,2	1,9	9,6	18,2	8,0	4,3	22,4

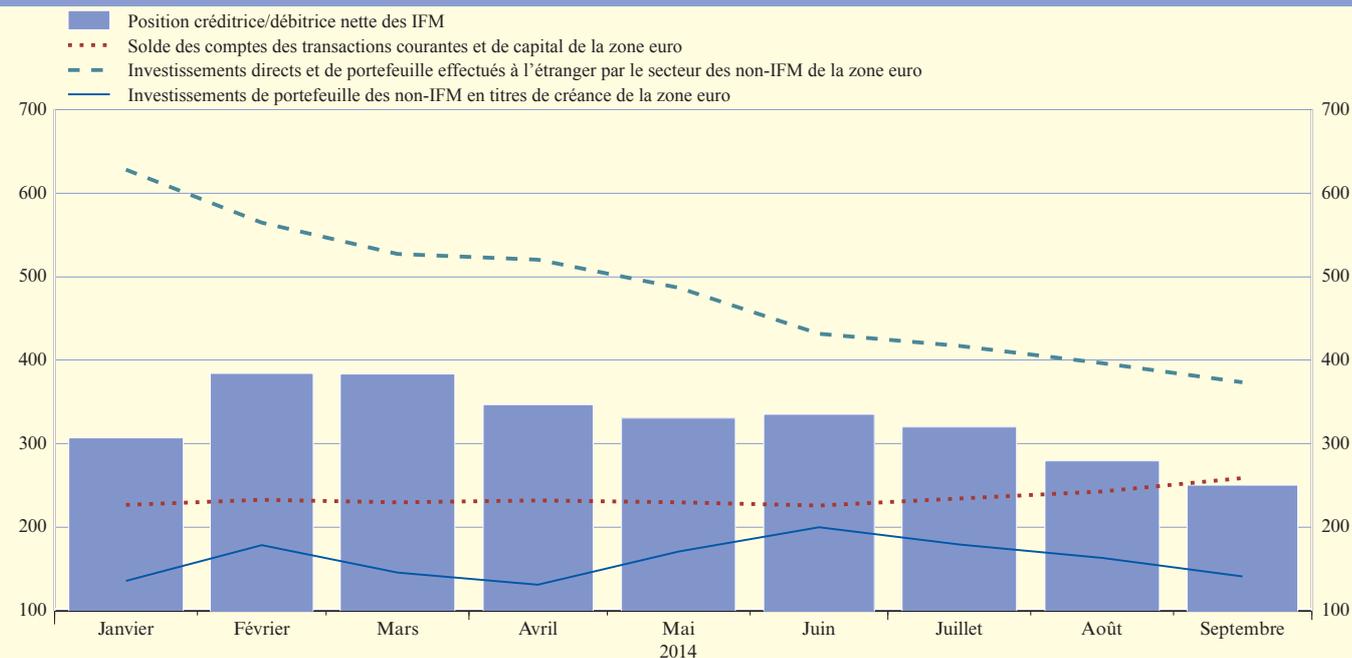
Source : BCE.

7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements ^{1) 2)}
(flux en milliards d'euros)

	Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM											Dérivés financiers	Erreurs et omissions	
	Total	Solde des comptes des transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM								Avoirs			Engagements
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements					
			Avoirs	Engagements	Avoirs		Engagements		Avoirs	Engagements				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2011	
2012	
2013	348,4	214,3	520,0	459,1	125,0	139,9	195,0	124,1	53,1	-0,7	33,6	228,3		
2013 T3	51,7	50,4	72,9	53,4	30,5	30,5	11,2	25,4	-6,2	-7,6	0,5	47,1		
T4	130,0	87,8	214,3	183,5	35,4	16,9	54,7	51,1	-3,8	-45,6	12,4	73,9		
2014 T1	70,5	40,7	3,0	-28,5	33,3	44,2	47,6	51,5	103,0	107,1	5,8	41,4		
T2	83,0	47,3	-29,2	-31,4	71,5	67,4	90,1	72,1	-9,3	-13,3	15,6	34,1		
T3	-33,0	82,7	39,7	23,1	5,3	52,5	42,6	-33,5	-4,0	-4,8	3,4	-46,2		
2013 Septembre	-2,9	15,1	25,7	9,4	18,1	14,4	7,1	15,9	5,0	1,3	1,9	13,5		
Octobre	29,4	24,3	168,9	174,1	10,7	2,3	11,7	6,0	-5,3	-14,2	4,5	8,7		
Novembre	36,3	28,7	29,3	11,4	8,1	9,0	24,5	46,0	18,1	-9,3	4,4	4,0		
Décembre	64,3	34,8	16,2	-2,0	16,6	5,7	18,5	-0,9	-16,6	-22,0	3,5	61,2		
2014 Janvier	-3,5	2,2	24,8	24,0	8,7	9,3	7,3	31,8	22,5	19,2	0,1	-22,5		
Février	49,8	12,1	-23,5	-33,3	12,9	18,1	21,3	52,3	20,0	31,8	2,6	-4,4		
Mars	24,1	26,4	1,7	-19,2	11,7	16,9	19,0	-32,6	60,4	56,1	3,2	68,2		
Avril	-26,8	16,7	29,2	11,1	32,3	28,4	13,1	23,6	-8,2	16,5	5,5	-20,5		
Mai	45,4	7,9	-16,4	-12,8	22,0	9,3	26,2	64,2	-1,5	-10,1	9,7	-7,0		
Juin	64,5	22,8	-42,0	-29,7	17,1	29,7	50,8	-15,7	0,4	-19,7	0,5	61,6		
Juillet	6,2	33,4	4,9	-0,8	8,9	5,6	25,4	-10,0	-0,7	9,7	-0,7	-33,6		
Août	-7,6	18,2	6,9	14,3	3,9	17,4	9,3	-17,8	0,9	2,7	-3,0	-8,2		
Septembre	-31,5	31,1	27,8	9,6	-7,5	29,5	7,9	-5,8	-4,2	-17,2	7,0	-4,4		
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2013 Septembre														
2014 Septembre	250,5	258,5	227,8	146,7	145,4	181,1	234,9	141,2	85,9	43,5	37,3	103,1		

G40 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur ²⁾

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE.

1) Les données pour les périodes de référence antérieures à 2013 devraient être disponibles au premier trimestre 2015.

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

7.5 Échanges de biens ¹⁾

1. Valeurs et volumes par groupes de produits ²⁾

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					Pour mémoire :	
	Exportations	Importations	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Produits manufacturés	Pétrole		
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Biens intermédiaires		Biens d'équipement	Biens de consommation					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2011	13,0	13,3	1 748,9	881,0	353,2	474,6	1 432,6	1 766,5	1 130,4	241,4	369,4	1 110,8	323,3	
2012	7,6	1,8	1 880,4	934,3	386,5	516,7	1 523,4	1 794,4	1 152,2	243,4	373,0	1 090,2	360,8	
2013	1,0	-2,9	1 895,8	933,0	385,0	531,9	1 537,8	1 742,3	1 100,8	237,3	374,6	1 077,5	337,4	
2013 T3	0,2	-1,6	472,1	231,9	95,2	133,7	383,8	437,8	276,1	60,7	94,5	270,5	84,5	
T4	1,0	-2,1	473,7	231,7	96,1	133,6	386,3	431,7	269,2	58,3	96,0	271,3	81,3	
2014 T1	1,2	0,1	479,5	235,0	95,5	136,8	389,6	436,9	272,0	60,7	96,3	277,7	78,9	
T2	0,7	0,1	480,0	234,2	96,0	137,3	395,0	436,9	270,4	60,5	98,5	280,3	78,0	
T3	2,9	0,1	483,5	.	.	.	395,3	437,6	.	.	.	283,3	.	
2014 Juillet	2,8	0,6	160,4	78,0	31,9	46,4	131,8	147,6	91,2	20,3	33,1	95,9	26,2	
Août	-3,2	-4,5	158,2	77,6	30,5	44,7	128,6	142,8	87,6	19,4	32,8	91,6	25,2	
Septembre	8,5	3,9	164,9	.	.	.	134,9	147,1	.	.	.	95,9	.	
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2011	7,7	3,3	108,2	107,5	111,0	107,8	108,9	103,1	103,7	103,3	101,1	104,7	98,1	
2012	3,5	-3,2	111,9	110,2	117,1	111,7	112,0	99,5	100,8	98,0	96,8	98,9	99,6	
2013	1,6	-0,4	113,4	111,7	115,6	114,7	113,1	99,2	100,2	95,7	97,2	98,5	98,3	
2013 T2	1,8	-1,1	113,2	111,1	116,3	113,7	112,8	99,0	100,9	94,0	95,4	97,5	100,9	
T3	2,0	2,0	113,4	111,8	114,3	115,7	113,3	99,8	100,6	98,2	98,0	99,1	98,3	
T4	2,1	1,4	113,5	111,8	115,4	114,3	113,3	99,5	99,7	95,7	99,7	99,9	96,0	
2014 T1	1,6	2,5	115,0	113,4	114,8	117,3	114,3	100,8	101,2	98,1	99,9	102,0	94,4	
T2	0,8	2,2	114,9	113,2	114,2	117,6	115,8	101,8	101,9	98,3	102,5	103,5	94,3	
2014 Juin	2,5	3,7	113,8	111,8	112,2	115,4	114,2	101,8	101,1	100,8	102,6	103,7	90,4	
Juillet	1,0	1,8	114,1	112,3	113,6	117,3	114,7	103,1	102,7	102,6	102,2	106,0	93,4	
Août	-4,6	-2,8	112,5	111,1	108,4	113,4	111,7	99,6	99,5	94,0	100,2	99,7	93,6	

2. Prix ³⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) ⁴⁾							Prix à l'importation des produits industriels (CAF)						
	Total (indice : 2010 = 100)	Total				Pour mémoire : produits manufacturés (indice : 2010 = 100)	Total	Total				Produits manufacturés		
		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			
% du total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	103,7	3,7	5,3	1,1	1,7	22,5	3,5	107,6	7,5	4,1	-1,5	3,6	27,4	2,9
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	8,1	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,4	-1,9	0,0	-5,5	-1,7
2013 T3	105,0	-1,4	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,6	-0,8	-5,3	-2,5
T4	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	106,8	-3,2	-3,1	-2,1	-0,8	-5,5	-2,3
2014 T1	104,1	-1,6	-1,8	-0,3	-0,1	-9,3	-1,3	106,0	-3,6	-3,0	-2,3	-0,4	-7,3	-2,2
T2	104,3	-0,8	-1,3	-0,3	0,0	-1,7	-0,7	105,4	-2,3	-2,8	-2,7	-0,6	-2,2	-2,0
T3	104,6	-0,4	-0,3	0,4	0,2	-5,5	-0,2	105,3	-2,6	-0,7	-1,2	0,1	-7,5	-0,7
2014 Juillet	104,6	-0,4	-0,5	0,2	0,3	-4,2	-0,3	105,5	-2,3	-1,3	-1,6	-0,5	-4,9	-1,1
Août	104,5	-0,5	-0,3	0,3	0,2	-6,8	-0,3	105,1	-2,8	-0,6	-1,4	0,1	-8,0	-0,8
Septembre	104,7	-0,2	-0,1	0,6	0,1	-5,6	0,0	105,3	-2,7	-0,1	-0,7	0,7	-9,6	-0,1

Source : Eurostat.

- Les différences entre le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements de la BCE et les échanges de biens enregistrés par Eurostat découlent principalement de différences de définition. Alors que les statistiques relatives aux échanges commerciaux considèrent qu'une transaction a lieu lorsque les biens franchissent physiquement les frontières, la balance des paiements enregistre les biens sur la base d'un transfert de propriété. Pour de plus amples détails, cf. tableau 1, *Euro area balance of payments and international investment position statistics - 2009 quality report* (Statistiques de balance des paiements et de position extérieure de la zone euro - rapport 2009 sur la qualité), BCE, mars 2010.
- Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 2, les groupes des biens intermédiaires et des biens de consommation comprennent les produits agricoles et énergétiques.
- Groupes de produits selon la classification des grands regroupements industriels. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 1, les biens intermédiaires et les biens de consommation ne recouvrent pas les produits agricoles et énergétiques. La composition des produits manufacturés est différente de celle des données présentées dans les colonnes 7 et 12 du tableau 1. Ces données sont des indices de prix qui reflètent les variations pures des prix d'un panier de produits et ne sont pas de simples ratios des données en valeur et en volume présentées dans le tableau 1, qui sont affectées par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels exportés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

7.5 Échanges de biens

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; cvs)

3. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)			Russie	Suisse	Turquie	États-Unis	Asie		Afrique	Amérique latine	Autres pays	
	1	Total	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	5	6	7	8	Chine	Japon	12	13	14	
		2	3	4					9	10				11
Exportations (FAB)														
2011	1 748,9	557,1	214,4	342,7	81,7	109,2	57,0	201,7	408,5	115,9	39,6	112,8	84,9	135,5
2012	1 880,4	573,2	230,0	343,1	92,2	116,3	59,5	223,7	440,7	120,7	44,6	126,5	97,4	151,1
2013	1 895,8	589,5	239,3	350,2	88,4	110,3	60,2	222,4	443,2	121,9	43,9	129,3	97,6	154,3
2013 T3	472,1	148,0	59,8	88,1	21,6	27,7	14,7	55,3	109,9	31,0	11,1	31,8	24,7	38,2
T4	473,7	151,6	62,0	89,6	20,6	27,3	14,5	56,0	112,1	31,3	11,0	30,9	23,4	37,3
2014 T1	479,5	154,6	63,3	91,4	20,2	26,9	14,6	57,9	112,3	32,0	11,0	33,1	23,5	35,9
T2	480,0	154,8	63,2	91,7	19,5	27,4	14,0	59,3	113,6	32,3	10,6	32,6	22,7	36,0
T3	483,5	157,3	.	.	18,5	28,1	14,0	60,6	116,1	33,4	10,8	31,7	22,5	.
2014 Juillet	160,4	53,0	21,4	31,6	6,4	9,3	4,5	19,5	38,6	11,1	3,6	10,3	7,4	11,3
Août	158,2	51,5	21,1	30,5	5,9	9,4	4,7	19,6	37,6	10,7	3,6	10,3	7,5	11,6
Septembre	164,9	52,7	.	.	6,2	9,4	4,7	21,5	39,8	11,6	3,7	11,1	7,6	.
<i>flux cumulés sur douze mois en pourcentage du total des exportations</i>														
2013 Septembre	100,0	30,7	12,4	18,3	4,8	5,9	3,2	11,6	23,4	6,3	2,3	6,9	5,2	8,2
2014 Septembre	100,0	32,3	.	.	4,1	5,7	3,0	12,2	23,7	6,7	2,3	6,7	4,8	.
Importations (CAF)														
2011	1 766,5	483,2	167,5	315,7	139,6	82,2	35,1	140,8	556,9	220,1	53,8	129,3	91,4	108,1
2012	1 794,4	482,7	167,5	315,2	144,9	82,3	34,5	151,2	540,7	214,3	49,2	157,5	89,8	111,3
2013	1 742,3	488,9	164,6	324,4	145,9	82,1	36,1	149,2	510,4	204,3	43,6	141,5	80,2	108,1
2013 T3	437,8	123,3	41,1	82,2	36,9	20,9	9,0	38,0	127,9	50,8	10,7	34,5	20,1	27,0
T4	431,7	123,0	40,7	82,3	35,5	20,6	9,2	38,4	126,9	50,7	10,9	32,4	19,8	25,9
2014 T1	436,9	124,6	40,6	84,0	34,7	21,1	9,3	37,1	130,3	53,6	10,7	32,7	19,5	27,8
T2	436,9	125,4	40,7	84,7	33,9	21,5	9,5	37,5	129,4	53,3	10,3	33,0	19,8	27,2
T3	437,6	123,9	.	.	31,3	21,1	9,5	39,4	132,0	55,5	10,5	33,8	19,6	.
2014 Juillet	147,6	41,8	13,0	28,8	10,6	7,3	3,2	13,0	44,4	18,4	3,6	11,3	6,7	9,8
Août	142,8	40,4	12,9	27,5	10,6	7,0	3,1	13,1	43,0	18,0	3,5	11,1	6,4	8,1
Septembre	147,1	41,7	.	.	10,1	6,8	3,3	13,3	44,7	19,2	3,5	11,5	6,5	.
<i>flux cumulés sur douze mois en pourcentage du total des importations</i>														
2013 Septembre	100,0	27,7	9,5	18,3	8,4	4,7	2,0	8,4	29,3	11,7	2,5	8,5	4,7	6,2
2014 Septembre	100,0	28,5	.	.	7,8	4,8	2,2	8,7	29,8	12,2	2,4	7,6	4,5	.
Solde														
2011	-17,5	73,9	46,9	27,0	-57,8	27,0	21,9	60,8	-148,3	-104,2	-14,2	-16,5	-6,5	27,4
2012	86,0	90,5	62,6	27,9	-52,7	34,1	25,0	72,5	-100,0	-93,6	-4,6	-31,1	7,6	39,8
2013	153,5	100,5	74,7	25,8	-57,5	28,3	24,1	73,2	-67,2	-82,4	0,2	-12,1	17,4	46,2
2013 T3	34,3	24,7	18,7	5,9	-15,3	6,8	5,7	17,2	-18,0	-19,8	0,4	-2,7	4,6	11,3
T4	42,0	28,6	21,3	7,3	-14,9	6,7	5,3	17,6	-14,8	-19,4	0,0	-1,5	3,6	11,4
2014 T1	42,6	30,1	22,7	7,3	-14,5	5,7	5,4	20,8	-18,0	-21,5	0,4	0,4	4,1	8,1
T2	43,0	29,5	22,5	7,0	-14,4	6,0	4,5	21,8	-15,8	-21,0	0,3	-0,4	2,9	8,8
T3	45,9	33,4	.	.	-12,8	7,0	4,4	21,2	-16,0	-22,2	0,3	-2,2	3,0	.
2014 Juillet	12,8	11,3	8,4	2,8	-4,2	2,0	1,3	6,5	-5,8	-7,3	0,0	-0,9	0,8	1,5
Août	15,4	11,1	8,2	3,0	-4,6	2,4	1,6	6,5	-5,3	-7,3	0,1	-0,8	1,2	3,5
Septembre	17,7	11,1	.	.	-3,9	2,6	1,5	8,2	-4,9	-7,6	0,2	-0,4	1,0	.

Source : Eurostat.



TAUX DE CHANGE

8.1 Taux de change effectifs ¹⁾

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-39		
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	103,4	100,7	97,2	95,0	106,6	96,8	112,2	97,6	
2012	97,9	95,6	92,9	89,8	101,8	91,7	107,1	92,9	
2013	101,7	98,9	96,4	93,4	104,8	94,0	112,0	96,2	
2013 T3	101,9	99,2	96,6	93,5	106,2	95,4	112,9	96,8	
T4	103,1	100,0	97,5	94,3	101,0	91,2	114,7	97,8	
2014 T1	103,9	100,7	97,9	95,4	104,4	96,9	116,6	99,0	
T2	103,8	100,1	97,8	95,0	103,6	97,0	116,0	97,9	
T3	101,6	97,9	95,7	.	.	.	113,7	95,6	
2013 Novembre	102,6	99,5	97,1	-	-	-	114,2	97,3	
Décembre	103,9	100,7	98,2	-	-	-	115,8	98,6	
2014 Janvier	103,4	100,3	97,5	-	-	-	115,9	98,6	
Février	103,6	100,4	97,6	-	-	-	116,3	98,8	
Mars	104,6	101,4	98,5	-	-	-	117,5	99,6	
Avril	104,5	101,0	98,5	-	-	-	117,0	98,9	
Mai	103,8	100,1	97,9	-	-	-	116,1	97,8	
Juin	103,0	99,3	97,1	-	-	-	115,1	96,9	
Juillet	102,6	98,8	96,6	-	-	-	114,6	96,4	
Août	101,9	98,2	96,0	-	-	-	114,0	95,9	
Septembre	100,4	96,7	94,6	-	-	-	112,4	94,5	
Octobre	99,6	95,7	94,1	-	-	-	111,9	93,8	
Novembre	99,5	95,6	94,1	-	-	-	112,1	93,8	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>								
2014 Novembre	0,0	-0,2	0,0	-	-	-	0,2	0,0	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>								
2014 Novembre	-3,0	-4,0	-3,1	-	-	-	-1,8	-3,6	

G41 Taux de change effectifs

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

G42 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
2014 T1	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
T2	1,9558	27,446	7,4628	7,5992	3,4528	305,91	4,1665	4,4256	9,0517	0,81471	2,8972
T3	1,9558	27,619	7,4522	7,6233	3,4528	312,24	4,1747	4,4146	9,2052	0,79378	2,8674
2014 Mai	1,9558	27,437	7,4641	7,5952	3,4528	304,58	4,1800	4,4237	9,0298	0,81535	2,8736
Juin	1,9558	27,450	7,4588	7,5770	3,4528	305,87	4,1352	4,3930	9,0914	0,80409	2,8808
Juillet	1,9558	27,458	7,4564	7,6146	3,4528	309,81	4,1444	4,4098	9,2327	0,79310	2,8699
Août	1,9558	27,816	7,4551	7,6326	3,4528	313,91	4,1919	4,4252	9,1878	0,79730	2,8784
Septembre	1,9558	27,599	7,4449	7,6236	3,4528	313,20	4,1899	4,4095	9,1929	0,79113	2,8543
Octobre	1,9558	27,588	7,4448	7,6573	3,4528	307,85	4,2066	4,4153	9,1797	0,78861	2,8577
Novembre	1,9558	27,667	7,4415	7,6700	3,4528	306,89	4,2121	4,4288	9,2384	0,79054	2,7885
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Novembre	0,0	0,3	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,6	0,2	-2,4
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Novembre	0,0	2,7	-0,2	0,5	0,0	3,1	0,6	-0,4	4,0	-5,6	2,1
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Roupie indienne	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12 045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13 857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2014 T1	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16 179,21	4,7892	140,80	4,5184	
T2	1,4699	3,0583	1,4950	8,5438	10,6297	81,9776	15 935,34	4,7517	140,00	4,4352	
T3	1,4326	3,0137	1,4422	8,1734	10,2746	80,3183	15 588,03	4,6593	137,75	4,2323	
2014 Mai	1,4755	3,0512	1,4951	8,5658	10,6456	81,4318	15 830,12	4,7600	139,74	4,4337	
Juin	1,4517	3,0388	1,4728	8,4698	10,5365	81,2046	16 167,87	4,6966	138,72	4,3760	
Juillet	1,4420	3,0109	1,4524	8,3940	10,4935	81,3058	15 789,65	4,6325	137,72	4,3100	
Août	1,4306	3,0219	1,4548	8,1965	10,3207	81,0709	15 603,10	4,6569	137,11	4,2310	
Septembre	1,4246	3,0089	1,4196	7,9207	10,0019	78,5676	15 362,85	4,6896	138,39	4,1522	
Octobre	1,4436	3,1018	1,4214	7,7635	9,8309	77,7896	15 389,80	4,7249	136,85	4,1436	
Novembre	1,4432	3,1829	1,4136	7,6411	9,6716	76,9566	15 177,15	4,7783	145,03	4,1747	
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Novembre	0,0	2,6	-0,5	-1,6	-1,6	-1,1	-1,4	1,1	6,0	0,8	
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Novembre	-0,3	2,8	-0,1	-7,1	-7,5	-8,9	-2,6	0,2	7,5	-3,3	
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des États-Unis
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1 447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1 453,91	1,2311	40,830	1,3281
2014 T1	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1 465,34	1,2237	44,722	1,3696
T2	17,8171	1,5923	8,2049	60,464	47,9415	1,7178	14,4616	1 410,80	1,2192	44,510	1,3711
T3	17,3879	1,5731	8,2754	58,073	48,0583	1,6584	14,2700	1 361,10	1,2115	42,563	1,3256
2014 Mai	17,7620	1,5957	8,1513	60,258	47,8403	1,7189	14,2995	1 407,13	1,2204	44,686	1,3732
Juin	17,6516	1,5769	8,2149	59,543	46,7509	1,7008	14,5094	1 385,45	1,2181	44,195	1,3592
Juillet	17,5834	1,5578	8,3880	58,844	46,9984	1,6825	14,4366	1 382,29	1,2150	43,470	1,3539
Août	17,5051	1,5783	8,2522	58,320	48,1781	1,6622	14,2052	1 364,17	1,2118	42,644	1,3316
Septembre	17,0717	1,5841	8,1798	57,033	49,0519	1,6295	14,1578	1 336,02	1,2076	41,536	1,2901
Octobre	17,0713	1,6090	8,3136	56,807	51,9380	1,6154	14,0266	1 345,25	1,2078	41,139	1,2673
Novembre	16,9850	1,5928	8,4912	56,101	57,5193	1,6173	13,8359	1 370,36	1,2027	40,908	1,2472
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Novembre	-0,5	-1,0	2,1	-1,2	10,7	0,1	-1,4	1,9	-0,4	-0,6	-1,6
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Novembre	-3,7	-2,4	3,5	-4,6	30,3	-3,9	0,5	-4,4	-2,3	-4,2	-7,6

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
IPCH										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2014 T2	-1,6	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,3	1,7
T3	-1,2	0,7	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,1	1,5	0,2	1,5
2014 Août	-1,0	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	1,3	0,2	1,5
Septembre	-1,4	0,8	0,3	0,2	0,0	-0,5	-0,2	1,8	0,0	1,2
Octobre	-1,5	0,7	0,3	0,5	0,3	-0,3	-0,3	1,8	0,3	1,3
Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB										
2011	-2,0	-2,9	-2,1	-7,7	-9,0	-5,5	-4,9	-5,5	-0,1	-7,6
2012	-0,5	-4,0	-3,9	-5,6	-3,2	-2,3	-3,7	-3,0	-0,9	-8,3
2013	-1,2	-1,3	-0,7	-5,2	-2,6	-2,4	-4,0	-2,2	-1,3	-5,8
Dettes publiques brutes en pourcentage du PIB										
2011	15,7	41,0	46,4	59,9	37,3	81,0	54,8	34,2	36,1	81,9
2012	18,0	45,5	45,6	64,4	39,9	78,5	54,4	37,3	36,4	85,8
2013	18,3	45,7	45,0	75,7	39,0	77,3	55,7	37,9	38,6	87,2
Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2014 Mai	3,18	1,73	1,47	4,31	2,98	5,01	3,80	4,72	1,88	2,27
Juin	3,11	1,55	1,38	3,94	2,92	4,50	3,54	4,48	1,80	2,35
Juillet	3,38	1,49	1,24	3,72	2,90	4,33	3,34	4,16	1,60	2,31
Août	3,41	1,38	1,07	3,68	2,61	4,73	3,36	4,21	1,53	2,12
Septembre	3,26	1,21	0,96	3,57	2,42	4,59	3,10	4,09	1,51	2,08
Octobre	3,31	1,10	1,13	3,54	2,27	4,21	2,72	3,90	1,30	1,82
Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2014 Mai	0,83	0,37	0,35	0,87	0,41	2,55	2,72	2,62	0,92	0,53
Juin	0,81	0,35	0,36	0,89	0,38	2,50	2,69	2,24	0,85	0,54
Juillet	0,76	0,35	0,38	0,87	0,35	2,29	2,68	1,97	0,52	0,56
Août	0,72	0,35	0,37	1,01	0,33	2,06	2,65	1,92	0,52	0,56
Septembre	0,70	0,35	0,29	1,16	0,24	1,98	2,45	2,52	0,48	0,56
Octobre	0,69	0,35	0,30	1,14	0,19	1,91	2,07	2,40	0,40	0,56
PIB en volume										
2012	0,5	-0,8	-0,8	-2,2	3,8	-1,5	1,8	0,6	-0,3	0,7
2013	1,1	-0,7	-0,1	-0,9	3,3	1,5	1,7	3,5	1,3	1,7
2014 T1	1,5	2,6	0,6	-0,4	3,4	3,5	3,5	4,0	1,6	2,9
T2	1,8	2,3	1,1	-1,0	3,3	3,6	3,4	2,2	2,4	3,2
T3	1,5	2,4	0,3	.	2,6	3,1	3,4	3,0	2,1	3,0
Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB²⁾										
2012	.	-0,2	5,5	0,2	1,8	4,4	-1,4	-3,1	5,6	-3,7
2013	3,7	-0,1	7,1	1,3	4,6	7,7	0,9	1,3	6,4	-4,3
2013 T4	-2,1	0,4	8,3	-6,7	9,2	8,7	1,2	1,0	5,4	-4,5
2014 T1	-0,3	10,0	3,5	-16,0	1,9	7,4	0,1	5,2	6,6	-4,2
T2	3,1	-2,7	6,4	.	5,4	6,2	3,1	0,9	4,8	-4,8
Dettes extérieures brutes en pourcentage du PIB²⁾										
2012	.	60,1	177,7	102,7	77,8	158,2	72,3	.	187,4	.
2013	94,5	62,8	174,5	105,3	69,7	144,8	70,0	.	182,1	.
2013 T4	94,5	62,9	174,5	105,3	69,7	144,8	70,0	.	182,1	.
2014 T1	93,4	64,6	170,0	107,5	70,2	144,1	69,5	.	191,7	.
T2	93,0	66,7	168,3	.	69,6	145,5	70,6	.	191,7	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre¹⁾										
2012	4,5	2,6	1,9	-0,2	2,2	3,5	1,5	2,5	4,1	2,4
2013	7,2	0,5	1,5	1,4	3,0	0,8	0,1	4,5	1,3	1,5
2014 T1	-0,3	1,3	1,4	-5,5	4,9	2,9	-3,3	0,9	1,6	0,9
T2	-1,3	1,1	0,8	.	4,3	2,1	-3,4	0,1	2,0	-0,8
T3	.	-0,1	1,7	.	3,4	2,9	.	.	2,0	-0,2
Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)										
2012	12,3	7,0	7,5	16,1	13,4	10,9	10,1	6,9	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,3	11,8	10,2	10,4	7,0	8,0	7,6
2014 T2	11,5	6,2	6,5	16,9	11,4	8,0	9,2	6,9	8,0	6,3
T3	11,2	5,9	6,5	16,3	9,9	7,5	8,6	6,8	7,8	.
2014 Août	11,2	6,3	6,5	16,4	9,8	7,5	8,6	6,8	8,0	5,9
Septembre	11,2	5,7	6,5	16,1	9,7	7,3	8,5	6,7	7,8	.
Octobre	11,1	5,7	6,4	16,0	9,9	.	8,3	6,7	8,1	.

Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

1) Les données pour la Croatie sont établies selon le 5^e Manuel de la balance des paiements.

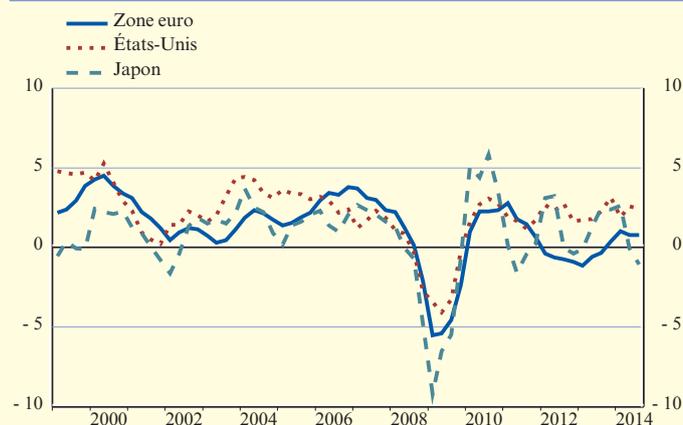
2) Les données pour la Croatie et la Pologne sont établies selon le SEC 95.

9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹⁾	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) ²⁾	Agrégat monétaire large ³⁾	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois ⁴⁾	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans ⁴⁾ ; fin de période	Taux de change ⁵⁾ des monnaies nationales pour un euro	Déficit (-)/ excédent (+) public (en % du PIB)	Dette publique ⁶⁾ (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2010	1,6	-1,3	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,1	1,6	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,7	2,3	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,0	86,5
2013	1,5	0,3	2,2	2,9	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3281	-5,7	87,8
2013 T3	1,6	1,2	2,3	2,7	7,2	6,5	0,26	2,91	1,3242	-6,3	86,6
2013 T4	1,2	-2,0	3,1	3,2	7,0	6,0	0,24	3,27	1,3610	-4,9	87,8
2014 T1	1,4	2,5	1,9	2,3	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-5,0	88,6
2014 T2	2,1	1,5	2,6	3,8	6,2	6,5	0,23	2,74	1,3711	-5,1	.
2014 T3	1,8	2,4	2,4	4,4	6,1	6,4	0,23	2,73	1,3256	.	.
2014 Juillet	2,0	-	-	5,2	6,2	6,6	0,23	2,80	1,3539	-	-
2014 Août	1,7	-	-	4,1	6,1	6,4	0,23	2,58	1,3316	-	-
2014 Septembre	1,7	-	-	4,0	5,9	6,3	0,23	2,73	1,2901	-	-
2014 Octobre	1,7	-	-	3,7	5,8	5,6	0,23	2,56	1,2673	-	-
2014 Novembre	.	-	-	.	.	.	0,23	2,36	1,2472	-	-
Japon											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,5	0,6	4,3	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,5	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	.	.
2013 T3	0,9	-1,9	2,5	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
2013 T4	1,4	-0,9	2,4	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2014 T1	1,5	-2,1	2,6	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
2014 T2	3,6	1,7	-0,1	2,6	3,6	3,2	0,13	0,72	140,00	.	.
2014 T3	3,3	.	-1,1	-1,0	3,6	3,0	0,13	0,66	137,75	.	.
2014 Juillet	3,4	-	-	-0,7	3,8	3,0	0,13	0,67	137,72	-	-
2014 Août	3,3	-	-	-3,3	3,5	3,0	0,13	0,62	137,11	-	-
2014 Septembre	3,2	-	-	0,8	3,6	3,1	0,12	0,66	138,39	-	-
2014 Octobre	2,9	-	-	-1,1	.	3,2	0,11	0,60	136,85	-	-
2014 Novembre	.	-	-	.	.	.	0,11	0,59	145,03	-	-

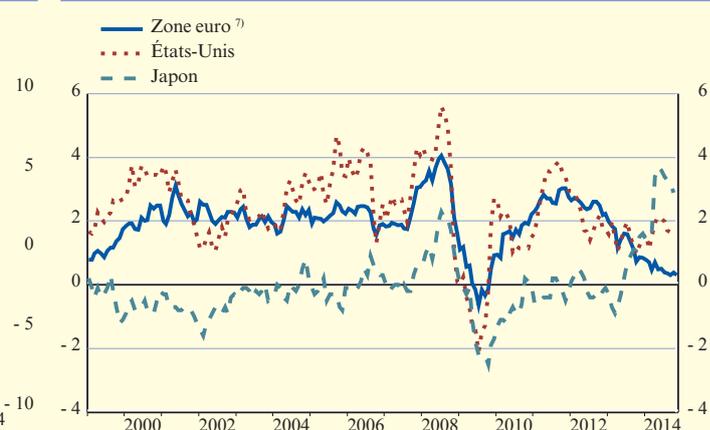
G43 PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



G44 Indices des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

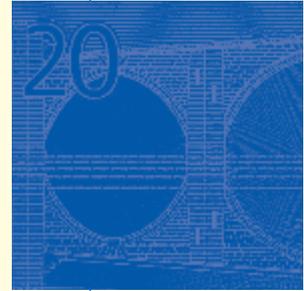


Sources : Données nationales (colonnes 1, 2 (États-Unis), 3, 4, 5 (États-Unis), 6, 9 et 10) ; OCDE (colonne 2 (Japon)) ; Eurostat (colonne 5 (Japon), données figurant sur le graphique relatives à la zone euro) ; Thomson Reuters (colonnes 7 et 8) ; calculs de la BCE (colonne 11).

- 1) Corrigés des variations saisonnières. Les données relatives aux États-Unis concernent le secteur privé marchand non agricole.
- 2) Les données japonaises de mars à août 2011 comprennent des estimations pour les trois préfectures les plus touchées par le séisme. La collecte des données a été rétablie à partir de septembre 2011.
- 3) Moyennes pour la période considérée, M2 pour les États-Unis, M2 et certificats de dépôt pour le Japon.
- 4) En pourcentage annuel. Pour plus de précisions concernant le taux des dépôts interbancaires à 3 mois, cf. la section 4.6.
- 5) Pour de plus amples informations, cf. la section 8.2.
- 6) La dette des administrations publiques comprend les dépôts, les titres autres que des actions et les prêts en cours en valeur nominale et consolidée au sein du secteur des administrations publiques (fin de période).
- 7) Les données relatives à l'IPCH reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Dépôts des sociétés d'assurance et des fonds de pension	S17
G10	Dépôts des autres intermédiaires financiers	S17
G11	Dépôts des sociétés non financières	S18
G12	Dépôts des ménages	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Dette et valeur nette des ménages	S33
G16	Dette et levier d'endettement des sociétés non financières	S33
G17	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S34
G18	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S36
G19	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S37
G20	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G21	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S39
G22	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S40
G23	Nouveaux dépôts à terme	S42
G24	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S42
G25	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S43
G26	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S43
G27	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S44
G28	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S44
G29	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S45
G30	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S54
G31	Chômage et taux d'emplois vacants	S54
G32	Dette par instruments financiers	S56
G33	Dette par détenteurs	S56
G34	Variation de la dette	S57
G35	Encours des actifs et des passifs des administrations publiques	S57
G36	Balance des paiements de la zone euro : compte des transactions courantes	S60
G37	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S60
G38	Position extérieure de la zone euro	S64
G39	Position des investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S64
G40	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S69
G41	Taux de change effectifs	S72
G42	Taux de change bilatéraux	S72
G43	PIB en volume	S75
G44	Indices des prix à la consommation	S75



NOTES TECHNIQUES

VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où I_t est l'indice des encours corrigés à partir du mois t (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois t , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECTION 1.3

CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre D de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont $R_{1,MRO}$ (sur D_1 jours), $R_{2,MRO}$ (sur D_2 jours), etc., jusqu'à $R_{i,MRO}$ (sur D_i jours), où $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$, le taux annualisé applicable (R_{LTRO}) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

SECTIONS 2.1 À 2.6

CALCUL DES FLUX

Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

Si L_t représente l'encours à la fin du mois t , C_t^M l'ajustement lié aux reclassements pour le mois t , E_t^M l'ajustement de taux de change et V_t^M les ajustements liés aux autres effets de valorisation, le flux F_t^M pour le mois t est défini comme suit :

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

De la même manière, le flux trimestriel F_t^Q pour le trimestre se terminant le mois t est défini comme suit :

$$e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

où L_{t-3} représente l'encours à la fin du mois $t - 3$ (correspondant à la fin du trimestre précédent) et, par exemple, C_t^Q l'ajustement lié aux reclassements pour le trimestre se terminant le mois t .

En ce qui concerne les séries trimestrielles pour lesquelles les observations mensuelles sont désormais disponibles (cf. ci-après), le flux trimestriel peut être calculé comme la somme des trois flux mensuels du trimestre.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES MENSUELLES

Les taux de croissance peuvent être calculés à partir des flux ou à partir de l'indice des encours corrigés. Si F_t^M et L_t sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

L'indice de base (pour les séries non désaisonnalisées) actuellement retenu est de 100 à décembre 2010. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels a_t relatifs au mois t , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois t , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en h) en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule h). Par exemple, la variation mensuelle a_t^M peut être calculée comme suit :

$$i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, où a_t est défini comme dans g) ou h) ci-dessus.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si F_t^Q et L_{t-3} sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le trimestre s'achevant le mois t est défini comme suit :

$$j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois t (c'est-à-dire a_t) peuvent être calculés à l'aide de la formule h).

DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO ¹

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ². La désaisonnalisation peut également comporter une correction en fonction du jour de la semaine et, pour certaines séries, elle s'effectue de manière indirecte par une combinaison linéaire de composantes. C'est le cas de M3, calculé par agrégation des séries corrigées des variations saisonnières de M1, M2 moins M1 et M3 moins M2.

Les procédures de désaisonnalisation sont d'abord appliquées à l'indice des encours corrigés ³. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours et aux ajustements liés aux reclassements et aux réévaluations, qui, à leur tour, permettent d'obtenir des flux corrigés des variations saisonnières. Les coefficients saisonniers (et de jour ouvré) sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

SECTIONS 3.1 À 3.5

ÉGALITÉ DES EMPLOIS ET RESSOURCES

Dans la section 3.1, les données respectent une identité comptable élémentaire. En ce qui concerne les opérations non financières, le total des emplois est égal au total des ressources pour chaque catégorie de transaction. Cette identité comptable se reflète également dans le compte financier, ce qui signifie que pour chaque catégorie d'instrument financier, le total des opérations sur actifs financiers est égal au total des opérations sur passifs. En ce qui concerne le compte des autres changements d'actifs et les comptes de patrimoine, le total des actifs financiers est égal au total des passifs pour chaque catégorie d'instrument financier, à l'exception de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux qui, par définition, ne sont un engagement pour aucun secteur.

1 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2010) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

CALCUL DES SOLDES COMPTABLES

Les soldes comptables figurant à la fin de chaque compte dans les sections 3.1, 3.2 et 3.3 sont calculés comme suit :

Le solde commercial est égal aux importations moins les exportations de biens et services de la zone euro avec le reste du monde.

L'excédent net d'exploitation et le revenu mixte sont définis seulement pour les secteurs résidents et sont calculés comme la valeur ajoutée brute (produit intérieur brut aux prix du marché pour la zone euro) moins la rémunération des salariés (emplois), moins les autres taxes nettes de subventions à la production (emplois) moins la consommation de capital fixe (emplois).

Le revenu national net est défini seulement pour les secteurs résidents et est calculé comme l'excédent net d'exploitation et le revenu mixte plus la rémunération des salariés (ressources) plus les taxes nettes de subventions à la production (ressources) plus les revenus nets de la propriété (ressources moins emplois).

Le revenu disponible net est également défini uniquement pour les secteurs résidents et est égal au revenu national net plus les impôts courants nets sur le revenu et le patrimoine (ressources moins emplois) plus les cotisations sociales nettes (ressources moins emplois) plus les prestations sociales nettes autres que les transferts en nature (ressources moins emplois) plus les autres transferts courants nets (ressources moins emplois).

L'épargne nette est définie pour les secteurs résidents et est calculée comme le revenu net disponible augmenté des ajustements nets des variations des droits nets des ménages sur les fonds de pension (ressources moins emplois) et diminué des dépenses de consommation finale (emplois). Pour le reste du monde, le compte extérieur courant est calculé comme le solde commercial plus l'ensemble des revenus nets (ressources moins emplois).

La capacité nette ou le besoin net de financement est calculé à partir du compte de capital comme l'épargne nette plus les transferts de capitaux nets (ressources moins emplois) moins la formation brute de capital (emplois) moins les acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits (emplois) plus la consommation de capital fixe (ressources). Elle peut aussi être calculée dans le compte financier comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs [également dites variations de la valeur nette (patrimoine) imputables aux transactions]. Pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, il existe une différence statistique entre les soldes comptables calculés à partir du compte de capital ou du compte financier.

Les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des transactions sur actifs financiers moins le total des transactions sur passifs, tandis que les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont calculées comme le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations des passifs.

La valeur financière nette (patrimoine) est calculée comme le total des actifs financiers moins le total des passifs, tandis que les variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont égales à la somme des variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions (capacité ou besoin net de financement du compte financier) et des autres variations de la valeur financière nette (patrimoine).

Les variations de la valeur nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts de capitaux plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) et les autres variations des actifs non financiers.

La valeur nette (patrimoine) des ménages est calculée comme la somme des actifs non financiers et de la valeur financière nette (patrimoine) des ménages.

TAUX DE CROISSANCE ANNUELS DES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

Le taux de croissance annuel $g(f_t)$ des transactions financières est calculé comme suit :

$$k) \quad g(f_t) = \left(\frac{\sum_{i=0}^3 f_{t-i}}{F_{t-4}} \right) \times 100$$

où f_t représente les transactions du trimestre t , et F_{t-4} la valeur de l'encours de fin de trimestre quatre trimestres plus tôt.

SECTIONS 4.3 ET 4.4

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE DES TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIONS COTÉES

Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Ils peuvent être calculés à partir des transactions ou de l'indice des encours corrigés. Si N_t^M représente les transactions (émissions nettes) pour le mois t et L_t l'encours à la fin du mois t , l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$l) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base retenue est décembre 2008 = 100. Les taux de croissance a_t pour le mois t , c'est-à-dire la variation au cours des douze mois s'achevant le mois t , peuvent être calculés à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$m) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$n) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

La méthode de calcul des taux de croissance pour les titres autres que les actions est la même que celle retenue pour les agrégats monétaires, la seule différence étant que l'on utilise « N » au lieu de « F ». Cela permet de montrer que la méthode utilisée pour obtenir les « émissions nettes » dans

le cadre des statistiques relatives aux émissions de titres est différente de celle utilisée pour calculer les « flux » équivalents pour les agrégats monétaires.

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$o) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où I_t représente l'indice des encours corrigés à partir du mois t. De même, pour l'année se terminant le mois t, le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$p) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formule de calcul retenue pour la section 4.3 est également utilisée pour la section 4.4 et s'appuie aussi sur celle utilisée pour les agrégats monétaires. La section 4.4 prend en considération des valeurs de marché et le calcul s'effectue à partir des transactions financières, après exclusion des reclassements, des effets de valorisation et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les variations de taux de change ne sont pas incluses, dans la mesure où toutes les actions cotées couvertes sont libellées en euros.

DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES RELATIVES AUX ÉMISSIONS DE TITRES ⁴

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance a_t pour le mois t, c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois t, peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$q) a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + N_{t-i}^M / L_{t-1-i} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$r) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TABLEAU I DE LA SECTION 5.1**DÉSAISONNALISATION DE L'IPCH ⁴**

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA (cf. la note de bas de page n° 2 figurant à la page S81). La désaisonnalisation de l'IPCH global de la zone euro est effectuée de manière indirecte, par agrégation des séries désaisonnalisées pour la zone euro relatives aux produits alimentaires transformés, aux produits alimentaires non transformés, aux produits manufacturés hors énergie et aux services. On y ajoute l'énergie en données non corrigées, dans la mesure où les statistiques ne font pas ressortir de caractère saisonnier en ce qui concerne ce poste. Les coefficients saisonniers sont révisés tous les ans ou chaque fois que cela est nécessaire.

TABLEAU I DE LA SECTION 7.2**DÉSAISONNALISATION DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ou TRAMO-SEATS selon la rubrique. Les données à l'état brut relatives aux biens et services, aux revenus et aux transferts courants sont précorrigées pour prendre en compte les effets de « jour ouvré » significatifs. Pour les biens et les services, la correction en fonction du facteur « jour ouvré » tient compte des jours fériés nationaux. La désaisonnalisation de ces rubriques est effectuée à l'aide de ces séries précorrigées. La désaisonnalisation du compte de transactions courantes dans son ensemble s'effectue par agrégation des séries désaisonnalisées relatives aux biens, services, revenus et transferts courants. Les coefficients saisonniers (et relatifs aux jours ouvrés) sont révisés tous les semestres ou chaque fois que cela est nécessaire.

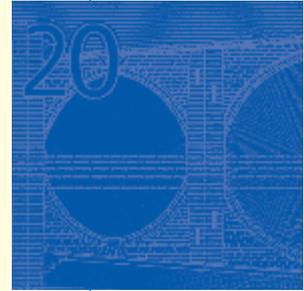
SECTION 7.3**CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES ET ANNUELLES**

Le taux de croissance relatif au trimestre t est calculé à partir des flux trimestriels (F_t) et des encours (L_t) comme suit :

$$s) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.

4 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)



NOTES GÉNÉRALES

La partie *Euro area statistics* (Statistiques de la zone euro) du *Bulletin mensuel* traite les données relatives à l'ensemble de la zone. Des séries de données plus détaillées et plus longues, comprenant d'autres notes explicatives, peuvent être consultées à la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu). Elle permet d'accéder aux données sous la rubrique *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) qui comprend des fonctions de recherche et de téléchargement. D'autres services disponibles sous la rubrique *Data Services* (Services de données) incluent l'abonnement aux différentes séries de données et un référentiel des fichiers csv compressés. Pour de plus amples informations, contacter : statistics@ecb.europa.eu.

En règle générale, la date d'arrêté des statistiques figurant dans le *Bulletin mensuel* est celle du jour qui précède la première réunion du mois du Conseil des gouverneurs de la BCE, soit le 3 décembre 2014 pour la présente publication.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données ont trait au groupe des dix-huit pays membres de la zone euro (Euro 18) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires, l'IPCH et les avoirs de réserve (et, pour des raisons de cohérence, les composantes et contreparties de M3 et les composantes de l'IPCH), les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

La composition de la zone euro a changé à plusieurs reprises au cours du temps. Lors de l'introduction de l'Euro en 1999, la zone euro était composée des onze pays suivants (l'Euro 11) : Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande. La Grèce a rejoint la zone euro en 2001, formant l'Euro 12, devenu l'Euro 13 avec l'entrée de la Slovaquie en 2007, l'Euro 15 avec celles de Chypre et de Malte en 2008, l'Euro 16 avec celle de la Slovaquie en 2009 et l'Euro 17 avec celle de l'Estonie en 2011. La Lettonie a rejoint la zone euro en 2014, portant à dix-huit le nombre de pays participants. À compter d'octobre 2012, les statistiques de la zone euro recouvrent également le Mécanisme européen de stabilité, organisation internationale résidente de la zone euro pour les besoins statistiques.

SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION FIXE

Les séries statistiques agrégées correspondant à des compositions fixes de la zone euro se rapportent à une composition fixe donnée pour l'ensemble de la série chronologique, indépendamment de la composition au moment de chaque observation. Par exemple, les séries agrégées sont calculées pour l'Euro 18 pour toutes les années, bien que la zone n'existe dans cette composition que depuis le 1^{er} janvier 2014. Sauf indication contraire, les séries statistiques du *Bulletin mensuel* de la BCE se rapportent à la composition en vigueur au moment de la publication.

SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION CHANGEANTE

Les séries statistiques agrégées avec une composition changeante tiennent compte de la composition de la zone euro au moment de chaque observation. Par exemple, les séries statistiques agrégées reflétant les modifications de la composition de la zone euro sont constituées par les données relatives à l'Euro 11 sur la période s'achevant fin 2000, par les données relatives à l'Euro 12 sur la période allant de 2001 à fin 2006, et ainsi de suite. Avec cette approche, chaque série statistique recouvre la totalité des différentes compositions de la zone euro.

Pour l'IPCH, ainsi que pour les statistiques fondées sur le bilan du secteur des IFM (« statistiques monétaires »), les taux de variation sont calculés à partir d'indices chaînés, la nouvelle composition

étant introduite par le facteur de chaînage au moment de l'élargissement. Par conséquent, si un pays rejoint la zone euro en janvier d'une année donnée, les facteurs contribuant aux indices chaînés se rapportent à la composition de la zone jusqu'à décembre inclus de l'année précédente, et ensuite à sa composition élargie. Pour plus de précisions sur les statistiques monétaires, cf. le *Manual on MFI balance sheet statistics* qui peut être consulté à la partie Statistics du site internet de la BCE.

Étant donné que la composition de l'unité de compte européenne (écu) ne coïncide pas avec les anciennes monnaies des pays ayant adopté l'euro, les chiffres antérieurs à 1999, exprimés initialement dans les monnaies participantes et convertis en écus aux taux de change du moment, sont affectés par le comportement des monnaies des États membres de l'UE n'ayant pas adopté l'euro. Pour éviter l'incidence de cet écart sur les statistiques monétaires, les données antérieures à 1999¹ sont exprimées en unités converties à partir des monnaies nationales aux taux de change irrévocables de l'Euro fixés le 31 décembre 1998. Sauf indication contraire, les statistiques de prix et de coûts antérieures à 1999 sont calculées à partir de données exprimées en termes de monnaie nationale.

Des méthodes d'agrégation et/ou de consolidation (notamment la consolidation entre les différents pays) ont été utilisées lorsque cela s'est révélé approprié.

Les données récentes sont souvent provisoires et sujettes à révision. Des différences entre le total et la somme des composantes peuvent apparaître en raison des écarts d'arrondis.

Le groupe des « Autres États membres de l'UE » comprend (sauf indication contraire) la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Suède et le Royaume-Uni.

Dans la plupart des cas, la terminologie utilisée dans les tableaux correspond aux normes internationales, telles que figurant dans le Système européen des comptes et dans le *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale* du FMI. Les flux désignent les échanges volontaires (mesurés directement ou indirectement), tandis que les flux au sens large recouvrent également les variations des encours liées aux évolutions des prix et des taux de change, aux abandons de créances et autres changements.

VUE D'ENSEMBLE

Les évolutions des principaux indicateurs pour la zone euro sont retracées dans un tableau synthétique.

STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La section 1.4 présente les statistiques relatives aux réserves obligatoires et aux facteurs de la liquidité. Les périodes de constitution des réserves obligatoires débutent chaque mois le jour du règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs, à l'ordre du jour de laquelle figure l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. Elles s'achèvent le jour précédant la date de règlement correspondante du mois suivant. Les observations annuelles/trimestrielles se rapportent aux moyennes de la dernière période de constitution de l'année/du trimestre.

¹ Les données relatives aux statistiques monétaires incluses dans les sections 2.1 à 2.8 portant sur les périodes antérieures à janvier 1999 peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html> et dans le SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

Le tableau 1 de la section 1.4 présente les composantes de l'assiette des réserves des établissements de crédit astreints au régime des réserves obligatoires. Les engagements vis-à-vis d'autres établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires du SEBC, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Lorsqu'un établissement de crédit ne peut justifier du montant des engagements sous la forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les établissements précités, il peut déduire de l'assiette de ses réserves un certain pourcentage de ces engagements. Le pourcentage de déduction appliqué sur les encours de ces titres inclus dans l'assiette des réserves était de 10 % jusqu'en novembre 1999 et s'élève depuis à 30 %.

Le tableau 2 de la section 1.4 contient les données moyennes relatives aux périodes de constitution achevées. Tout d'abord, le montant des réserves obligatoires que doit constituer chaque établissement de crédit est calculé en appliquant au montant des engagements assujettis les taux de réserves définis pour les catégories d'engagements correspondantes, à partir des données de bilan de la fin de chaque mois de calendrier. Ensuite, chaque établissement de crédit déduit de ce chiffre un abattement forfaitaire de 100 000 euros. Les montants de réserves obligatoires sont ensuite agrégés au niveau de la zone euro (colonne 1). Les avoirs en compte courant (colonne 2) sont la moyenne des avoirs quotidiens de réserves agrégés des établissements de crédit, y compris ceux servant à satisfaire à l'obligation de réserves. Les excédents de réserves (colonne 3) sont la moyenne des excédents d'avoirs de réserve sur la période de constitution par rapport au montant des réserves à constituer. Les déficits de réserves (colonne 4) sont définis en termes de moyenne des déficits constatés par rapport aux réserves à constituer sur la période de constitution, calculés pour les établissements de crédit qui n'ont pas satisfait à leurs obligations de réserves. Le taux de rémunération des réserves obligatoires (colonne 5) est égal à la moyenne, sur la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (cf. section 1.3).

Le tableau 3 de la section 1.4 présente la position de liquidité du système bancaire, définie comme étant les avoirs en compte courant en euros des établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Tous les montants sont calculés à partir de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les autres opérations d'absorption de la liquidité (colonne 7) s'entendent hors émissions de certificats de dette effectuées par les BCN durant la phase II de l'UEM. Les autres facteurs nets (colonne 10) représentent les autres rubriques de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les comptes courants des établissements de crédit (colonne 11) correspondent à la différence entre la somme des facteurs d'élargissement de la liquidité (colonnes 1 à 5) et la somme des facteurs d'absorption de la liquidité (colonnes 6 à 10). La base monétaire (colonne 12) est calculée comme étant la somme de la facilité de dépôt (colonne 6), des billets en circulation (colonne 8) et des avoirs en compte courant des établissements de crédit (colonne 11).

STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Le chapitre 2 présente les statistiques de bilan des IFM et des autres sociétés financières. Ces dernières recouvrent les fonds d'investissement (autres que les fonds d'investissement monétaires, qui appartiennent au secteur des IFM), les véhicules financiers *ad hoc*, les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

La section 2.1 présente le bilan agrégé du secteur des IFM, c'est-à-dire la somme des bilans harmonisés de l'ensemble des IFM résidentes de la zone euro. Les IFM recouvrent les banques centrales, les établissements de crédit tels que définis par la législation de l'UE, les fonds d'investissement monétaires

et les autres institutions dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts d'entités autres que les IFM, et à consentir pour leur propre compte (du moins en termes économiques) des crédits et/ou effectuer des placements en valeurs mobilières. Une liste complète des IFM est publiée sur le site internet de la BCE.

La section 2.2 présente le bilan consolidé du secteur des IFM, obtenu en effectuant une compensation entre les bilans agrégés des IFM de la zone euro. En raison d'une certaine hétérogénéité des méthodes d'enregistrement, la somme des positions entre les IFM n'est pas toujours égale à zéro ; le solde figure dans la colonne 10, au passif de la section 2.2. La section 2.3 présente les agrégats monétaires de la zone euro et leurs contreparties. Ils sont tirés du bilan consolidé des IFM et comprennent les positions des non-IFM résidentes de la zone euro auprès des IFM résidentes de la zone euro ; ils englobent aussi certains avoirs/engagements monétaires de l'administration centrale. Les statistiques relatives aux agrégats monétaires et à leurs contreparties sont corrigées des variations saisonnières et de l'incidence des jours ouvrés. Dans les sections 2.1 et 2.2, le poste « Engagements envers les non-résidents » présente les portefeuilles des non-résidents de la zone euro en (a) titres de fonds d'investissement monétaires établis dans la zone euro et (b) titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans et émis par les IFM établies dans la zone euro. En revanche, dans la section 2.3, ces portefeuilles de titres sont exclus des agrégats monétaires et sont enregistrés dans le poste « Créances nettes sur les non-résidents ».

La section 2.4 contient une analyse, ventilée par secteurs, catégories et durées initiales, des prêts accordés par les IFM de la zone euro hors Eurosysteme (le système bancaire). La section 2.5 fournit une analyse, ventilée par secteurs et par instruments, des dépôts détenus auprès du système bancaire de la zone euro. La section 2.6 présente les titres détenus par le système bancaire de la zone euro, ventilés par catégories d'émetteurs. La section 2.7 présente une ventilation trimestrielle par devises de certains postes du bilan des IFM.

Les sections 2.2 à 2.6 fournissent également des taux de croissance annuels en pourcentage sur la base de ces opérations.

Depuis le 1^{er} janvier 1999, les informations statistiques sont collectées et compilées sur la base de divers règlements BCE concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et, depuis juillet 2010, sur la base du règlement BCE/2008/32 ². Des détails concernant les définitions des secteurs figurent dans le *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers*, troisième édition (BCE, mars 2007).

La section 2.8 présente les encours et les transactions au bilan des fonds d'investissement de la zone euro (autres que les fonds d'investissement monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un fonds d'investissement est un organisme de placement collectif qui investit des capitaux levés auprès du public dans des actifs financiers et/ou non financiers. Une liste complète des fonds d'investissement de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des fonds d'investissement incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres fonds d'investissement. Les titres émis par les fonds d'investissement sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (fonds d'investissement « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres fonds d'investissement »), et par catégories (fonds ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les fonds d'investissement de la zone euro. Cette section

² JO L 15, 20.01.2009.

contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les fonds d'investissement et une ventilation des émetteurs par secteurs économiques quand ils sont résidents de la zone euro.

Depuis décembre 2008, des informations statistiques harmonisées sont collectées et établies sur la base du règlement BCE/2007/8³ relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement. De plus amples informations sur ces statistiques relatives aux fonds d'investissement sont disponibles dans le *Manual on investment fund statistics* (BCE, mai 2009).

La section 2.10 présente le bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* (FVC – *financial vehicle corporations*) résidents de la zone euro. Il s'agit d'entités créées pour effectuer des opérations de titrisation. La titrisation implique généralement le transfert d'un actif ou d'un lot d'actifs à un véhicule financier *ad hoc*, ces actifs étant enregistrés à son bilan sous forme de prêts titrisés, de titres autres que des actions, ou d'autres actifs titrisés. Le risque de crédit associé à un actif ou à un lot d'actifs peut également être transféré à un véhicule financier *ad hoc* par le biais de *swaps* de défaut, de garanties ou d'autres mécanismes. La garantie détenue par le véhicule financier *ad hoc* contre ces expositions prend généralement la forme d'un dépôt constitué auprès d'une IFM ou d'un investissement en titres autres que des actions. En général, les véhicules financiers *ad hoc* titrisent des prêts qui ont été consentis par le secteur des IFM. Ils sont tenus de faire figurer ces prêts dans leurs statistiques de bilan, que les règles comptables applicables permettent ou non aux IFM de les décomptabiliser. Les données relatives à des prêts titrisés par les véhicules financiers *ad hoc* mais conservés au bilan de l'IFM concernée (et qui continuent donc de figurer dans les statistiques des IFM) sont fournies séparément. Ces données trimestrielles sont collectées conformément au règlement BCE/2008/30⁴ depuis décembre 2009.

La section 2.11 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension résidents de la zone euro. Les sociétés d'assurance couvrent à la fois le secteur de l'assurance et celui de la réassurance, tandis que les fonds de pension recensent les entités qui disposent de l'autonomie de décision et tiennent une comptabilité complète (fonds de pension autonomes). Cette section contient également une ventilation géographique et sectorielle des contreparties émettrices de titres autres que des actions détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

COMPTES DE LA ZONE EURO

La section 3.1 présente les comptes trimestriels intégrés de la zone euro, qui fournissent une information complète sur les activités économiques des ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, ainsi que sur l'interaction entre ces secteurs et la zone euro, d'une part, et le reste du monde, d'autre part. Les données brutes en prix courants sont présentées pour le dernier trimestre disponible selon une séquence simplifiée des comptes conformément au cadre méthodologique du Système européen des comptes 1995.

En résumé, la séquence des comptes (transactions) comprend : (a) le compte d'exploitation, qui montre comment l'activité productive se traduit en différentes catégories de revenus ; (b) le compte d'affectation des revenus primaires, qui enregistre les recettes et les dépenses liées aux différentes formes de revenus de la propriété (pour l'ensemble de l'économie, le solde comptable du compte de revenus primaires est le revenu national) ; (c) le compte de distribution secondaire du revenu, qui montre comment le revenu national d'un secteur institutionnel varie du fait des transferts courants ;

³ JO L 211, 11.08.2007.

⁴ JO L 15, 20.01.2009.

(d) le compte d'utilisation du revenu, qui retrace le mode d'affectation du revenu disponible à la consommation ou à l'épargne ; (e) le compte de capital, qui indique comment l'épargne et les transferts nets en capital sont affectés à l'acquisition d'actifs non financiers (le solde comptable du compte de capital fait apparaître une capacité nette ou un besoin net de financement) ; et (f) le compte financier, qui enregistre les acquisitions nettes d'actifs financiers et les flux nets d'engagements. Chaque transaction non financière étant reflétée par une transaction financière, le solde comptable du compte financier est aussi conceptuellement égal à la capacité nette ou au besoin net de financement calculé à partir du compte de capital.

En outre, les comptes de patrimoine d'ouverture et de fermeture sont également présentés, illustrant la santé financière de chaque secteur à un moment donné. Enfin, d'autres variations des actifs et passifs financiers, notamment les réévaluations (par exemple, résultant de l'incidence des variations des prix des actifs) sont illustrées.

La couverture sectorielle du compte financier et des comptes de patrimoine est plus détaillée pour le secteur des sociétés financières, ventilé entre les IFM, les fonds d'investissement (autres que les fonds d'investissement monétaires), les autres institutions financières (AIF, y compris les auxiliaires financiers et les institutions financières dites « captives ») et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

La section 3.2 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) des revenus, des dépenses et des comptes d'accumulation des ménages, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier et non financier, selon une présentation plus analytique. Les transactions et soldes comptables spécifiques des secteurs sont organisés de manière à retracer plus clairement les décisions de financement et d'investissement des ménages, tout en respectant les identités comptables présentées dans la section 3.1.

Les sections 3.3 et 3.4 recensent des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des revenus et des comptes d'accumulation, respectivement, des sociétés non financières et des sociétés financières, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique.

La section 3.5 présente des indicateurs synthétiques et des graphiques pour les ménages et les sociétés non financières.

MARCHÉS FINANCIERS

Les séries relatives aux statistiques de marchés financiers se rapportant à la zone euro recouvrent les États membres de l'UE ayant adopté l'Euro avant la période sur laquelle portent ces statistiques (composition changeante), à l'exception des statistiques relatives aux émissions de titres (sections 4.1 à 4.4) qui se rapportent à l'Euro 17 pour l'ensemble des séries temporelles (composition fixe).

Les statistiques relatives aux titres autres que les actions et les statistiques relatives aux actions cotées (sections 4.1 à 4.4) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant du SEBC et de la BRI. La section 4.5 présente les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts libellés en euros des résidents de la zone euro et aux prêts en euros qui leur sont consentis. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt du marché monétaire, au rendement des emprunts publics à long terme et aux indices des marchés boursiers (sections 4.6 à 4.8) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant de réseaux d'information financière.

Les statistiques relatives aux émissions de titres couvrent (a) les titres autres que les actions (hors produits financiers dérivés), qui sont présentés dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3, et (b) les actions cotées, qui sont présentées dans la section 4.4. Les titres de créance sont ventilés en titres à court terme et titres à long terme. Les titres à « court terme » sont ceux dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (dans des cas exceptionnels, la durée initiale est inférieure ou égale à 2 ans). Les titres (a) d'une durée initiale plus longue ou (b) aux dates d'échéance optionnelles, dont la dernière est éloignée de plus d'un an, ou (c) aux dates d'échéance indéterminées sont classés dans les émissions à « long terme ». Les titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro sont, en outre, ventilés entre émissions à taux fixe et émissions à taux variable. Les émissions à taux fixe sont celles pour lesquelles le coupon ne varie pas pendant la durée de vie des titres. Les émissions à taux variable incluent toutes les émissions pour lesquelles le coupon est périodiquement refixé par référence à un taux d'intérêt ou à un indice indépendant. Les titres libellés en euros figurant dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3 incluent également ceux libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

La section 4.1 présente les titres autres que des actions par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises. Elle présente les encours, les émissions brutes et les émissions nettes de titres autres que des actions, ventilées en (a) émissions libellées en euros et toutes devises confondues ; (b) émissions par les résidents de la zone euro et total des émissions ; et (c) ensemble des échéances et échéances à long terme. Les émissions nettes diffèrent de la variation des encours en raison d'effets de valorisation, de reclassements et d'autres ajustements. Cette section présente également les statistiques désaisonnalisées relatives, notamment, aux taux de croissance semestriels annualisés pour l'ensemble des titres de créance et les titres de créance à long terme. Les données cvs sont calculées à partir de l'indice des encours fictifs, dont les effets saisonniers ont été supprimés (pour plus de détails, cf. les notes techniques).

La section 4.2 contient une ventilation par secteurs des encours, des émissions brutes et des émissions nettes de résidents de la zone euro conforme au SEC 95. La BCE est incluse dans l'Eurosysteme.

Le total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives au total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro figurant dans la section 4.1, colonne 7. Les encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les IFM figurant dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 2, sont globalement comparables aux titres de créance émis, recensés au passif du bilan agrégé des IFM dans le tableau 2 de la section 2.1, colonne 8. Le total des émissions nettes de titres de créance figurant dans le tableau 2 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives aux émissions nettes totales des résidents de la zone euro dans la section 4.1, colonne 9. L'écart résiduel entre les titres de créance à long terme et le total des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable, présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, est dû aux obligations zéro coupon et aux effets de revalorisation.

La section 4.3 présente les taux de croissance désaisonnalisés et bruts des titres de créance émis par les résidents de la zone euro (ventilés par échéances, types d'instruments, secteurs émetteurs et devises), calculés sur la base des transactions financières qui interviennent lorsqu'une entité contracte ou rembourse des engagements. Les taux de croissance excluent, par conséquent, les reclassements, les effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne découlant pas d'opérations. Les taux de croissance désaisonnalisés ont été annualisés à des fins de présentation (cf. les notes techniques pour plus de détails).

Les colonnes 1, 4, 6 et 8 du tableau 1 de la section 4.4 présentent l'encours des actions cotées émises par les résidents de la zone euro, ventilé par secteurs émetteurs. Les données mensuelles relatives

aux actions cotées émises par les sociétés non financières correspondent aux séries trimestrielles présentées dans la section 3.4 (compte de patrimoine financier, actions cotées).

Les colonnes 3, 5, 7 et 9 du tableau 1 de la section 4.4 présentent les taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro (ventilés par secteurs émetteurs), établis à partir des transactions financières qui ont lieu lorsque l'émetteur émet ou rembourse des actions en numéraire sans effectuer de placements dans ses propres actions. Le calcul des taux de croissance annuels ne tient pas compte des reclassements, effets de valorisation et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

La section 4.5 présente les statistiques relatives à l'ensemble des taux d'intérêt que les IFM résidentes de la zone euro appliquent aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro correspondent à une moyenne pondérée (par volume d'activité correspondant) des taux d'intérêt appliqués dans les pays de la zone euro pour chaque catégorie.

Les statistiques de taux d'intérêt des IFM sont ventilées par types de couverture d'activité, secteurs, catégories d'instrument et échéances, durées de préavis ou périodes de fixation initiale du taux. Ces statistiques remplacent les dix séries provisoires de taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro qui étaient publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis janvier 1999.

La section 4.6 présente les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro, des États-Unis et du Japon. En ce qui concerne la zone euro, les données couvrent une large gamme de taux d'intérêt, allant des taux d'intérêt des dépôts à vue jusqu'aux taux des dépôts à 12 mois. Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux d'intérêt synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Mis à part le taux au jour le jour avant janvier 1999, les valeurs mensuelles, trimestrielles et annuelles sont des moyennes sur la période. Les taux des dépôts à vue sont représentés par les taux offerts pour les dépôts interbancaires en fin de période jusqu'en décembre 1998 inclus et par des moyennes sur la période du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'Euro (Eonia) après cette date. À compter de janvier 1999, les taux d'intérêt des dépôts à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont les taux interbancaires offerts pour les dépôts en euros (Euribor) ; avant cette date, il s'agissait des taux interbancaires offerts à Londres (Libor) lorsqu'ils étaient disponibles. Pour les États-Unis et le Japon, les taux d'intérêt des dépôts à 3 mois sont représentés par les taux interbancaires offerts à Londres (Libor).

La section 4.7 présente les taux de fin de période estimés à partir des courbes des taux nominaux au comptant basées sur les obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro et libellées en euros. Les courbes de taux sont estimées d'après le modèle de Svensson⁵. Les écarts entre les taux à dix ans et les taux à trois mois et à deux ans sont également publiés. D'autres courbes de taux (publications quotidiennes, comprenant des graphiques et des tableaux) ainsi que les informations méthodologiques correspondantes sont disponibles sur <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>. Les données quotidiennes peuvent également être téléchargées.

La section 4.8 contient les indices boursiers relatifs à la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

5 L. E. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper* n° 1051, Londres (1994).

PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

La plupart des données qui figurent dans cette section sont élaborées par la Commission européenne (essentiellement Eurostat) et les autorités statistiques nationales. Les résultats de la zone euro sont obtenus par agrégation des données de chacun des pays. Dans la mesure du possible, les données sont harmonisées et comparables. Les statistiques relatives aux indices de coûts de main-d'œuvre, aux composantes du PIB et de la dépense, à la valeur ajoutée par secteurs d'activité économique, à la production industrielle, aux ventes au détail, aux immatriculations automobiles et à l'emploi en termes d'heures travaillées sont corrigées des variations du nombre de jours ouvrés.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) relatif à la zone euro (tableau 1 de la section 5.1) est disponible à partir de 1995. Il est établi sur la base des IPCH nationaux, qui suivent la même méthodologie dans tous les pays de la zone euro. La ventilation par composantes de biens et services est établie à partir de la classification des fonctions de consommation des ménages (Coicop/IPCH). L'IPCH couvre la dépense monétaire de consommation finale des ménages résidant sur le territoire économique de la zone euro. Le tableau comprend les données désaisonnalisées de l'IPCH, calculées par la BCE, et des indices empiriques des prix administrés fondés sur l'IPCH.

Les prix à la production (tableau 2 de la section 5.1), la production industrielle, le chiffre d'affaires dans l'industrie et les ventes au détail (section 5.2) relèvent du règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil du 19 mai 1998 relatif aux statistiques conjoncturelles⁶. Depuis janvier 2009, la classification révisée des activités économiques (NACE Rév.2), couverte par le règlement (CE) n° 1893/2006 du Parlement européen et du Conseil du 20 décembre 2006 établissant la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2 et modifiant le règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil ainsi que certains règlements (CE) relatifs à des domaines statistiques spécifiques⁷, est appliquée pour la production de statistiques conjoncturelles. En ce qui concerne les prix à la production et la production industrielle, la ventilation des produits en fonction de leur utilisation finale correspond à la subdivision harmonisée de l'industrie hors construction (NACE Rév.2, sections B à E) en grands regroupements industriels, tels que définis dans le règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007⁸. Les prix à la production sont les prix de vente sortie d'usine. Ils comprennent les impôts indirects hors TVA et autres taxes déductibles. La production industrielle reflète la valeur ajoutée des secteurs d'activité concernés.

Les deux indices relatifs aux prix des matières premières hors énergie présentés dans le tableau 3 de la section 5.1 sont établis sur la base d'une couverture en matières premières identique, mais les systèmes de pondération sont différents : l'un est fondé sur les importations de la zone euro pour les matières premières considérées (colonnes 2 à 4) et l'autre (colonnes 5 à 7) sur une estimation de la demande intérieure de la zone euro, ou « utilisation » des matières premières, à partir des informations relatives aux importations, aux exportations et à la production intérieure pour chaque matière première (sans tenir compte, dans un souci de simplicité, des stocks, considérés comme relativement stables sur la période observée). L'indice des prix des matières premières pondéré des importations permet d'analyser les évolutions extérieures, tandis que l'indice pondéré de leur utilisation permet plus spécifiquement d'analyser les tensions qu'exercent les cours mondiaux des matières premières sur l'inflation dans la zone euro. Les indices pondérés de l'utilisation des matières premières sont

6 JO L 162, 05.06.1998.

7 JO L 393, 30.12.2006.

8 JO L 155, 15.06.2007.

9 JO L 69, 13.03.2003.

des données empiriques. Pour de plus amples détails concernant la confection des indices de la BCE relatifs aux prix des matières premières, se reporter à l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

Les indices de coûts de main-d'œuvre (tableau 5 de la section 5.1) mesurent les variations des coûts de main-d'œuvre par heure ouvrée dans l'industrie (y compris la construction) et les services marchands. Leur méthodologie est définie dans le règlement (CE) n° 450/2003 du Parlement européen et du Conseil du 27 février 2003 relatif à l'indice du coût de main-d'œuvre ⁹ et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003 ¹⁰ en portant application. Une ventilation des indices de coûts de main-d'œuvre pour la zone euro est disponible par composantes (salaires et traitements et cotisations sociales des employeurs, plus les charges fiscales induites nettes de subventions) et par activités économiques. La BCE calcule l'indicateur des salaires négociés (rubrique pour mémoire dans le tableau 5 de la section 5.1) sur la base de données nationales non harmonisées.

Les composantes de coûts unitaires de main-d'œuvre (tableau 4 de la section 5.1), le PIB et ses composantes (tableaux 1 et 2 de la section 5.2), les déflateurs du PIB (tableau 3 de la section 5.1) ainsi que les statistiques de l'emploi (tableau 1 de la section 5.3) sont issus des comptes nationaux trimestriels établis sur la base du SEC 2010 ¹¹. À compter de septembre 2014, le règlement actualisé SEC 2010 remplace le SEC 95 et devient obligatoire dans les États membres de l'UE. Comme par le passé, le nouveau règlement définit la méthodologie relative aux normes, définitions, nomenclatures et règles comptables communes utilisées pour élaborer les comptes nationaux et les tableaux dans l'UE ainsi que le programme de transmission des données fixant les délais dans lesquels les États membres doivent fournir leurs données. Le SEC 2010 emploie également des concepts liés à d'autres nomenclatures statistiques, par exemple la NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en novembre 2014.

Les indices relatifs au chiffre d'affaires dans l'industrie et aux ventes au détail (tableau 4 de la section 5.2) mesurent le chiffre d'affaires, y compris tous les droits et les taxes à l'exception de la TVA, enregistré durant la période de référence. Le chiffre d'affaires des ventes au détail recouvre l'ensemble du commerce de détail, à l'exclusion des véhicules à moteur et motos, et les carburants. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières recouvrent les immatriculations de voitures à usage privé et commercial.

Les données qualitatives ressortant des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (tableau 5 de la section 5.2) sont issues des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Les taux de chômage (tableau 4 de la section 5.3) suivent les recommandations de l'Organisation internationale du travail (OIT). Ils font référence aux personnes activement à la recherche d'un emploi, rapportées à l'ensemble de la population active, sur la base de critères et de définitions harmonisés. Les estimations relatives à la population active servant à calculer le taux de chômage ne correspondent pas à la somme des niveaux d'emploi et de chômage figurant dans la section 5.3.

FINANCES PUBLIQUES

Les sections 6.1 à 6.5 présentent la situation budgétaire des administrations publiques dans la zone euro. Les données sont en grande partie consolidées et sont établies à partir de la méthodologie du SEC 2010.

¹⁰ JO L 169, 08.07.2003.

¹¹ JO L 174, 26.06.2013.

¹² JO L 267, 06.09.2014.

Les agrégats annuels de la zone euro figurant dans les sections 6.1 à 6.3 sont calculés par la BCE sur la base des obligations de déclaration statistique définies dans l'orientation BCE du 3 juin 2014 relative aux statistiques de finances publiques (BCE/2014/21)¹². Les données harmonisées fournies par les BCN sont régulièrement mises à jour. Les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques (section 6.1) incluent les transactions avec le budget de l'UE (par exemple, les subventions agricoles).

Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.1 à 6.3 sont fournis par Eurostat et peuvent ne pas correspondre totalement aux données annuelles, en raison par exemple de différences dans les dates d'arrêté des données et de l'exclusion des transactions du budget de l'UE des données trimestrielles.

Les agrégats mensuels de la zone euro figurant dans la section 6.4 sont calculés par la BCE sur la base des informations titre par titre fournies par la base de données centralisées sur les titres (*Centralised Securities Database – CSDB*) du SEBC¹³.

Les données de chaque pays de la zone euro figurant dans la section 6.5 sont établies sur la base des données d'Eurostat (pour le déficit/excédent et la dette des administrations publiques) et de la CSDB (pour le service de la dette et les rendements nominaux moyens). Les données annuelles figurant dans la section 6.5 relatives au déficit/excédent et à la dette des administrations publiques sont présentées à la Commission européenne conformément au règlement (UE) n° 220/2014 de la Commission du 7 mars 2014 modifiant le règlement (CE) n° 479/2009 du Conseil en ce qui concerne les références au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne.

BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

Le 9 décembre 2011, l'orientation BCE relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de statistiques extérieures (BCE/2011/23)¹⁴ a été adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cet acte juridique définit les nouvelles obligations de déclaration en matière de statistiques extérieures, qui reflètent principalement les modifications méthodologiques apportées à la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI* (BPM6).

Selon les conventions de signes du compte de transactions courantes et du compte de capital de la balance des paiements (cf. tableaux des sections 7.1, 7.2 et 7.4), les excédents et les transactions figurant au débit et au crédit sont présentés avec un signe positif, tandis que les déficits sont assortis d'un signe négatif. En ce qui concerne le compte financier de la balance des paiements (cf. tableaux des sections 7.1, 7.3 et 7.4), un signe positif représente une augmentation nette des avoirs ou des engagements et un signe négatif une diminution nette.

La balance des paiements de la zone euro est élaborée par la BCE. Les chiffres mensuels récents doivent être considérés comme provisoires. Les données sont révisées lors de la publication des statistiques relatives au mois suivant et/ou des données détaillées de la balance des paiements trimestrielle. Les données antérieures font l'objet d'une révision périodique ou résultant de modifications de la méthodologie d'élaboration des données d'origine.

¹³ Cf. la note méthodologique *Debt securities issuance and service by EU governments*, sur le site internet de la BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).
¹⁴ JO L 65, 03.03.2012.

Le tableau 1 de la section 7.2 comporte également des données corrigées des variations saisonnières relatives au compte de transactions courantes. Le cas échéant, l'ajustement prend en compte également les effets de jour ouvré, d'année bissextile et/ou des fêtes de Pâques. Le tableau 4 de la section 7.2 et le tableau 9 de la section 7.3 présentent une ventilation géographique de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro vis-à-vis des principaux partenaires, considérés à la fois isolément et par groupes, en établissant une distinction entre les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et les pays ou zones ne faisant pas partie de l'UE. La ventilation fait également apparaître les transactions et les positions vis-à-vis des institutions de l'UE et des organisations internationales (qui, mis à part la BCE et le Mécanisme européen de stabilité, sont considérées, à des fins statistiques, comme résidant à l'extérieur de la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux. La ventilation ne couvre pas les transactions ou les positions relatives aux engagements au titre des investissements de portefeuille, aux produits financiers dérivés et aux réserves de change. Par ailleurs, aucune donnée séparée n'est fournie pour les revenus d'investissements versés au Brésil, à la Chine continentale, à l'Inde ou à la Russie.

Les données relatives au compte financier de la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro figurant dans la section 7.3 sont calculées sur la base des transactions et des positions vis-à-vis des non-résidents, la zone euro étant considérée comme une entité économique unique. La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise généralement les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (par exemple, les prêts et les dépôts).

Le tableau 1 de la section 7.3 récapitule la position extérieure et les transactions financières de la balance des paiements de la zone euro. Dans le tableau 2, les colonnes 6 et 12 se rapportent, respectivement, aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro. Ces concepts d'investissements directs sont tirés de la précédente édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI (BPM5)* et visent à faire le lien entre les concepts des deux manuels.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « monnaie fiduciaire et dépôts » et « prêts » est effectuée en fonction du secteur de la contrepartie non résidente : les avoirs vis-à-vis des banques non résidentes sont classés dans les dépôts, tandis que les avoirs vis-à-vis des autres secteurs non résidents font partie des prêts. Cette ventilation suit la distinction effectuée dans d'autres statistiques, telles que celles relatives au bilan consolidé des IFM, et a été établie conformément au *Manuel de la balance des paiements du FMI*.

Les avoirs de réserve et autres avoirs et engagements gérés par l'Eurosystème sont présentés dans le tableau 7 de la section 7.3. En raison de différences de couverture et de valorisation, ces données ne sont pas entièrement comparables avec celles apparaissant dans la situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème. Les données du tableau 7 sont conformes aux recommandations établies par le cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises. Par définition, les actifs inclus dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro. Avant que les pays ne participent à la zone euro, les actifs de leurs banques centrales sont enregistrés au sein des investissements de portefeuille (s'agissant des titres) ou des autres investissements (dans le cas des autres actifs). Les variations enregistrées sur les avoirs en or de l'Eurosystème (colonne 3) résultent des transactions effectuées aux termes de l'Accord sur les avoirs en or des banques centrales du 26 septembre 1999, renouvelé le 27 septembre 2009. Des informations plus détaillées relatives au traitement statistique des avoirs de réserve de l'Eurosystème

figurent dans la publication intitulée *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octobre 2000), qui peut être téléchargée sur le site internet de la BCE. Des données plus complètes, conformes au cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises, peuvent également être obtenues sur le site internet de la BCE.

Dans le tableau 8 de la section 7.3, les statistiques relatives à la dette extérieure brute de la zone euro représentent l'encours des engagements effectifs (et non conditionnels) vis-à-vis des non-résidents nécessitant le versement par le débiteur du principal et/ou des intérêts à une ou plusieurs dates ultérieures. Le tableau 8 présente une ventilation par instruments et par secteurs institutionnels de la dette extérieure brute, ainsi que la dette extérieure nette (c'est-à-dire la dette extérieure brute moins les avoirs extérieurs).

La section 7.4 contient une présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, montrant les transactions du secteur des non-IFM qui reflètent les transactions extérieures nettes des IFM. Dans les transactions du secteur des non-IFM figurent des transactions de balance des paiements pour lesquelles aucune ventilation sectorielle n'est disponible. Elles concernent les comptes de transactions courantes et de capital (colonne 2) et les produits financiers dérivés (colonne 11). Une note méthodologique relative à la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro peut être consultée à la partie *Statistics* du site internet de la BCE. Cf., également, l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de juin 2003.

La section 7.5 présente des données relatives aux échanges de biens de la zone euro. Ces données proviennent d'Eurostat. Les données relatives aux échanges en valeur et les indices de volume sont corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés. La ventilation par produits présentée dans le tableau 1 de la section 7.5, colonnes 4 à 6 et 9 à 11, est conforme à la classification par grandes catégories économiques et correspond aux principales catégories de biens dans le Système des comptes nationaux. Les produits manufacturés (colonnes 7 et 12) et le pétrole (colonne 13) sont conformes à la définition du CTCI Rév.4. La ventilation géographique (tableau 3 de la section 7.5) fait apparaître les principaux partenaires commerciaux, à la fois isolément et par groupes régionaux. La Chine ne comprend pas Hong-Kong. Les données relatives au commerce extérieur, notamment pour les importations, ne sont pas totalement comparables avec le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements (sections 7.1 et 7.2), en raison de différences dans les définitions retenues, les classifications, le champ couvert et les dates de recensement. Une partie de l'écart provient de l'inclusion des opérations d'assurance et de fret dans le recensement des importations de biens dans les données de commerce extérieur. Pour de plus amples détails, cf. le tableau 1 du *Rapport 2009 sur la qualité des statistiques de balance des paiements et de position extérieure de la zone euro*, BCE, mars 2010.

Les prix des produits industriels importés et les prix à la production des produits industriels exportés (ou prix de la production dans l'industrie pour les marchés extérieurs) présentés dans le tableau 2 de la section 7.5 ont été introduits par le règlement (CE) n° 1158/2005 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil, qui constitue le principal fondement juridique des statistiques conjoncturelles. L'indice des prix à l'importation dans l'industrie recouvre les produits industriels importés de pays n'appartenant pas à la zone euro, conformément aux sections B à E de la classification statistique des produits associée aux activités dans la Communauté économique européenne (nomenclature CPA), ainsi que l'ensemble des secteurs institutionnels des pays importateurs à l'exception des ménages, des administrations publiques et des institutions sans but lucratif. Il reflète le prix CAF (coût, assurance et fret) hors droits et taxes à l'importation, et concerne les transactions effectivement réalisées en euros au moment du transfert de la propriété des biens. Les prix à l'exportation dans l'industrie recouvrent l'ensemble des produits industriels directement

exportés par les producteurs de la zone euro vers les marchés hors zone euro, conformément aux sections B à E de la NACE Rév.2. Les exportations des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte. Les indices reflètent le prix franco à bord (FAB) exprimé en euros et calculé aux frontières de la zone euro, comprenant les taxes indirectes à l'exception de la TVA et les autres taxes déductibles. Les prix à l'importation et à l'exportation dans l'industrie sont ventilés par grands regroupements industriels au sens du règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 11 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

TAUX DE CHANGE

La section 8.1 présente les indices de taux de change effectif (TCE) nominal et réel de l'euro, calculés par la BCE à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'Euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive traduit une appréciation de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés avec ces partenaires commerciaux sur les périodes comprises entre 1995 et 1997, 1998 et 2000, 2001 et 2003, 2004 et 2006 et 2007 et 2009, et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les indices de TCE sont obtenus par chaînage des indicateurs sur la base de chacun de ces quatre ensembles de pondérations à la fin de chaque période de trois ans. L'indice TCE ainsi établi a comme période de base le premier trimestre 1999. Le groupe TCE-20 de partenaires commerciaux inclut les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, ainsi que les pays suivants : Australie, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, Hong-Kong, Japon, Norvège, Singapour et Suisse. Le groupe TCE-19 n'inclut pas la Croatie. Le groupe TCE-39 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-20, les pays suivants : Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Inde, Indonésie, Islande, Israël, Malaisie, Maroc, Mexique, Nouvelle-Zélande, Philippines, Russie, Taiwan, Thaïlande, Turquie et Venezuela. Les TCE réels sont calculés à partir des indices de prix à la consommation (IPC), des indices de prix à la production (IPP), des déflateurs du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans le secteur manufacturier (CUMIM) ainsi que dans l'ensemble de l'économie (CUME). Les TCE déflatés des CUMIM sont disponibles uniquement pour le TCE-19.

Pour plus de détails concernant le calcul des TCE, cf. l'étude intitulée *Revisiting the effective exchange rates of the euro*, Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro et Cristina Pinheiro, *Occasional paper* n° 134 de la BCE, juin 2012, qui peut être téléchargée sur le site de la BCE.

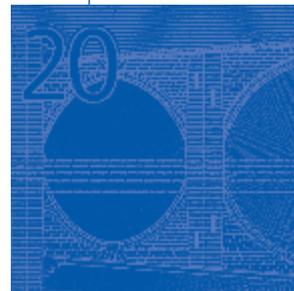
Les taux bilatéraux indiqués dans la section 8.2 sont les moyennes mensuelles des cours de référence quotidiens pour toutes ces monnaies. Pour la couronne islandaise, le taux de change le plus récent est de 290,0 pour un euro et se rapporte au 3 décembre 2008.

ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

Les statistiques relatives aux autres États membres de l'UE (section 9.1) suivent les mêmes principes que ceux appliqués pour les données relatives à la zone euro. Toutefois, les données relatives au compte de transactions courantes et au compte de capital ainsi qu'à la dette extérieure brute présentées dans ce tableau suivent les différents concepts nationaux et n'incluent pas les véhicules *ad hoc*. Les données pour les États-Unis et le Japon présentées dans la section 9.2 sont obtenues à partir de sources nationales.

ANNEXES

CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME ¹



12 JANVIER 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

9 FÉVRIER 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il approuve également des critères d'éligibilité nationaux spécifiques et des mesures de contrôle des risques pour l'acceptation temporaire, dans un certain nombre de pays, de créances privées supplémentaires en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.

8 MARS, 4 AVRIL, 3 MAI 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

6 JUIN 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 15 janvier 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

5 JUILLET 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,75 %, à compter de l'opération devant être réglée le 11 juillet 2012. En outre, il décide d'abaisser de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 1,50 % et 0,00 % avec effet au 11 juillet 2012.

2 AOÛT 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2011 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

6 SEPTEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des modalités appelées à régir les opérations monétaires sur titres (*Outright monetary transactions*, OMT) sur les marchés secondaires des obligations souveraines de la zone euro.

4 OCTOBRE, 8 NOVEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

6 DÉCEMBRE 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 9 juillet 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

10 JANVIER, 7 FÉVRIER, 7 MARS, 4 AVRIL 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

2 MAI 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 8 mai 2013. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 50 points de base, à 1,00 %, avec effet au 8 mai 2013 et de laisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt inchangé à 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 8 juillet 2014, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

6 JUIN, 4 JUILLET, 1^{ER} AOÛT, 5 SEPTEMBRE, 2 OCTOBRE 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,50 %, 1,00 % et 0,00 %.

7 NOVEMBRE 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 13 novembre 2013. En outre, le Conseil décide d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 25 points de base, à 0,75 %, avec effet au 13 novembre 2013, et de laisser inchangé le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, à 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 7 juillet 2015, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

5 DÉCEMBRE 2013, 9 JANVIER, 6 FÉVRIER, 6 MARS, 3 AVRIL, 8 MAI 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,25 %, 0,75 % et 0,00 %.

5 JUIN 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 10 points de base, à 0,15 % à compter de l'opération devant être réglée le 11 juin 2014. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 35 points de base, à 0,40 %, et celui de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,10 %, avec effet au 11 juin 2014. Il décide également d'adopter de nouvelles mesures non conventionnelles, notamment : (1) de conduire une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO) d'échéance septembre 2018, visant à renforcer l'activité de prêts bancaires au secteur privé non financier, dont le taux d'intérêt sera fixe, sur la durée totale de l'opération, et correspondra au taux appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur au moment de l'obtention des fonds, plus un *spread* fixe de 10 points de base ; (2) de continuer de conduire ses opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves se terminant en décembre 2016 ; (3) de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir avant la fin de la période de constitution s'achevant en décembre 2016 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, avec allocation intégrale ; (4) de suspendre les opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres ; (5) d'accélérer les travaux préparatoires relatifs aux achats fermes sur le marché des ABS.

3 JUILLET, 7 AOÛT 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,15 %, 0,40 % et -0,10 %.



4 SEPTEMBRE 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 10 points de base, à 0,05 %, à compter de l'opération devant être réglée le 10 septembre 2014. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt de 10 points de base, à 0,30 % et - 0,20 %, respectivement, avec effet au 10 septembre 2014. Il décide également (a) de se porter acquéreur d'un large portefeuille de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*, ABS) simples et transparents, ayant pour actifs sous-jacents des créances vis-à-vis du secteur privé non financier de la zone euro, dans le cadre d'un programme d'achat d'ABS (*ABS purchase programme*, ABSPP) et (b) de faire également l'acquisition d'un large portefeuille d'obligations sécurisées libellées en euros et émises par les IFM domiciliées dans la zone euro, dans le cadre d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programme*, CBPP3). Les interventions au titre de ces deux programmes débuteront en octobre 2014.

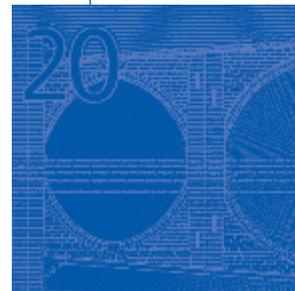
2 OCTOBRE 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %. Il définit également les modalités opérationnelles des programmes d'achat de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*, ABS) et d'achat d'obligations sécurisées.

6 NOVEMBRE, 4 DÉCEMBRE 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %.

LE SYSTÈME TARGET (DE TRANSFERTS EXPRESS AUTOMATISÉS TRANSEUROPEËNS À RÈGLEMENT BRUT EN TEMPS RÉEL)



TARGET2¹ est essentiel pour la réalisation d'un marché monétaire intégré dans la zone euro, une condition préalable à la conduite efficace de la politique monétaire unique. Il contribue en outre à l'intégration des marchés financiers de la zone euro. TARGET2 est accessible à un grand nombre de participants. Plus de 1 000 établissements de crédit en Europe utilisent TARGET2 pour effectuer des paiements pour leur propre compte, pour le compte d'autres participants dits « indirects » ou pour le compte de leurs clients. Si l'on prend en compte les filiales et les succursales, près de 57 000 banques dans le monde (et donc l'ensemble de leurs clients) sont accessibles *via* TARGET2.

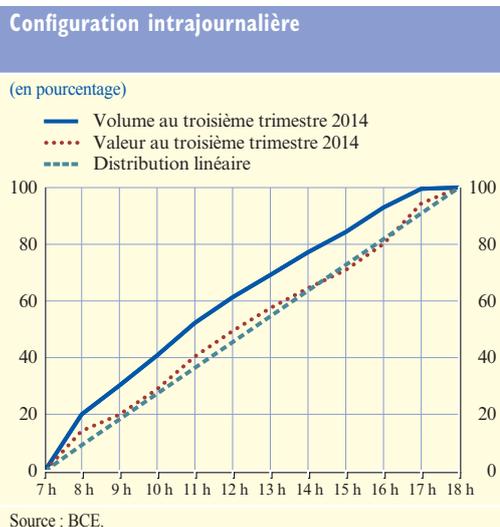
TARGET2 est utilisé pour effectuer des paiements de montant élevé urgents, notamment les paiements visant à faciliter les règlements dans d'autres systèmes de transferts de fonds interbancaires (système *Continuous Linked Settlement* (CLS) ou EURO 1, par exemple), et pour régler des transactions sur le marché monétaire ainsi que des opérations sur titres et de change. Il est également utilisé pour des paiements de clientèle de montant plus faible. TARGET2 effectue un règlement définitif intrajournalier et permet aux fonds portés au crédit du compte d'un participant d'être immédiatement disponibles pour d'autres paiements.

FLUX DE PAIEMENT DANS TARGET2

Au troisième trimestre 2014, TARGET2 a réglé 22 205 429 paiements pour une valeur totale de 120 886 milliards d'euros. Cela correspond à une moyenne quotidienne de 336 446 transactions pour une valeur moyenne quotidienne de 1 832 milliards d'euros. La plus forte activité de ce trimestre a été enregistrée le 30 septembre, avec 485 239 paiements traités. Avec une part de marché de 61 % en volume et de 91 % en valeur, TARGET2 a maintenu sa position dominante sur le marché des paiements de montant élevé en euros. L'importance de la part de marché de TARGET2 confirme le vif intérêt des banques pour le règlement en monnaie de banque centrale. Les paiements interbancaires ont représenté 40 % du total des paiements en volume et 91 % en valeur. La valeur moyenne d'un paiement interbancaire traité dans le système est ressortie à 12,5 millions d'euros, et celle d'un paiement de clientèle à 0,8 million. 67 % des paiements étaient d'un montant inférieur à 50 000 euros et 13 % d'un montant supérieur à 1 million. En moyenne, 194 paiements traités quotidiennement avaient une valeur supérieure à 1 milliard d'euros. Ces chiffres sont comparables à ceux enregistrés au trimestre précédent.

CONFIGURATION INTRAJOURNAIÈRE DES PAIEMENTS EN VOLUME ET EN VALEUR

Le graphique illustre la distribution intrajournalière de l'activité de TARGET2, c'est-à-dire le pourcentage moyen des volumes et des valeurs traités quotidiennement aux différents moments de la journée, au troisième trimestre 2014. En volume, la courbe est très supérieure à celle de la distribution linéaire, 70 % du volume étant échangé à 13 h (heure d'Europe centrale) et 99,7 % une heure avant la fermeture du système. En valeur, la courbe est légèrement supérieure à celle de la distribution linéaire jusqu'à la mi-journée, avec 57 % des montants échangés à 13 h (heure d'Europe centrale). La courbe se



¹ TARGET2, lancé en 2007, est la deuxième génération du système TARGET.

rapproche ensuite de la distribution linéaire, ce qui indique que les paiements de montant plus élevé sont réglés vers la fin de la journée d'ouverture de TARGET2.

DISPONIBILITÉ ET PERFORMANCE DE TARGET2

Au troisième trimestre 2014, la disponibilité de TARGET2 a atteint 100 %. Les seuls incidents retenus pour le calcul de la disponibilité de TARGET2 sont ceux qui bloquent complètement le traitement des paiements durant au moins dix minutes pendant les jours d'ouverture du système entre 7 h et 18 h 45 (heure d'Europe centrale). L'ensemble des paiements qui doivent être réglés normalement pour respecter les niveaux de service convenus² ont été traités en moins de cinq minutes ; par conséquent, les exigences définies pour le système ont été totalement satisfaites.

Tableau 1 Instructions de paiement traitées par TARGET2 et EURO1 : volume de transactions

(nombre de paiements)	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 T2	2014 T3
TARGET2					
Total	22 827 447	23 840 793	22 839 642	22 676 262	22 205 429
Moyenne quotidienne	345 870	372 512	368 381	365 746	336 446
EURO1 (ABE CLEARING)					
Total	15 919 832	15 802 209	14 491 603	14 632 429	14 246 682
Moyenne quotidienne	241 210	246 910	233 736	236 007	215 859

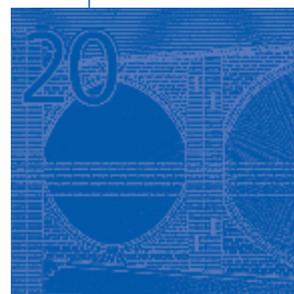
Notes : En janvier 2013, afin d'améliorer la qualité des données relatives à TARGET2, une nouvelle méthodologie a été mise en œuvre pour la collecte et la déclaration des données. Ce changement a entraîné une diminution des indicateurs fondés sur la valeur. Cela doit être pris en compte pour comparer les données avant et après la date de mise en œuvre.

Tableau 2 Instructions de paiement traitées par TARGET2 et EURO1 : valeur des transactions

(montants en milliards d'euros)	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 T2	2014 T3
TARGET2					
Total	121 184	124 076	123 842	127 675	120 886
Moyenne quotidienne	1 836	1 939	1 966	2 059	1 832
EURO1 (ABE CLEARING)					
Total	11 676	11 695	11 757	11 545	11 406
Moyenne quotidienne	177	183	187	186	173

Note : Cf. les notes relatives au tableau 1.

² Les paiements découlant de procédures de règlement par l'intermédiaire de l'interface de système exogène figurent parmi les paiements exclus de la mesure des performances. Des détails supplémentaires relatifs aux indicateurs de performances peuvent être consultés en cliquant sur le lien suivant : <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>



PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

DOCUMENTS DE RECHERCHE

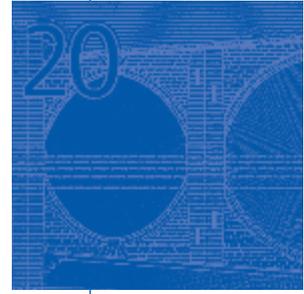
- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques (*Occasional paper series*)
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.



GLOSSAIRE

Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Abandon de créances (*Write-off*) : sortie du bilan des IFM de la valeur des prêts lorsque ces derniers sont considérés comme étant totalement irrécouvrables.

Actions (*Equities*) : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise, notamment les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administrations publiques (*General government*) : secteur défini dans le SEC 95 comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [*Deficit-debt adjustment (general government)*] : écart entre le déficit des administrations publiques et la variation de leur dette.

Appel d'offres à taux fixe (*Fixed rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir au taux d'intérêt fixé.

Appel d'offres à taux variable (*Variable rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles souhaitent être servies.

Autres investissements (*Other investment*) : rubrique de la balance des paiements et de la position extérieure recensant les opérations financières/positions à l'égard des non-résidents en crédits commerciaux, dépôts et crédits et autres comptes à recevoir/à payer.

Avoirs de réserve internationaux (*International reserves*) : avoirs extérieurs gérés par les autorités monétaires et dont elles peuvent disposer rapidement afin de financer ou de réguler directement l'ampleur des déséquilibres en matière de paiements, par le biais d'une intervention sur les marchés de change. Les avoirs de réserve internationaux de la zone euro recouvrent les créances sur les non-résidents de la zone euro libellées dans une devise autre que l'euro, l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve de l'Eurosystème auprès du FMI.

Balance des paiements [*Balance of payments (b.o.p.)*] : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde.

Besoin de financement des administrations publiques [*Borrowing requirement (general government)*] : accroissement net de la dette des administrations publiques.

Bilan consolidé du secteur des IFM (*Consolidated balance sheet of the MFI sector*) : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur

des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de M3.

Compte de capital (*Capital account*) : compte de la balance des paiements qui couvre tous les transferts en capital et les acquisitions moins les cessions d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents.

Comptes de capital (*Capital accounts*) : partie du système de comptes nationaux (ou de la zone euro) décrivant la variation de la valeur nette due à l'épargne nette, aux transferts nets en capital et aux acquisitions nettes d'actifs non financiers.

Compte financier (*Financial account*) : compte de la balance des paiements qui couvre les opérations effectuées entre résidents et non-résidents sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et d'autres investissements, ainsi que les opérations sur produits financiers dérivés et avoirs de réserve.

Comptes financiers (*Financial accounts*) : partie du système des comptes nationaux (ou de la zone euro) présentant les situations financières (encours ou bilans), les opérations financières et autres changements des différents secteurs institutionnels d'une économie par type d'actifs financiers.

Compte de revenus (*Income account*) : compte de la balance des paiements qui retrace deux types de transactions avec les non-résidents, à savoir (a) celles concernant la rémunération des salariés non résidents (travailleurs transfrontières, saisonniers et autres contrats de courte durée) et (b) celles concernant les revenus d'investissements perçus et versés relatifs aux avoirs et aux engagements financiers extérieurs, ces derniers recouvrant les revenus perçus et versés sur les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ainsi que les revenus perçus sur les avoirs de réserve.

Compte de transactions courantes (*Current account*) : compte de la balance des paiements qui couvre toutes les transactions portant sur les biens et services, les revenus et les transferts courants entre résidents et non-résidents.

Compte de transferts courants (*Current transfers account*) : compte technique de la balance des paiements dans lequel la valeur des ressources réelles ou des actifs financiers est enregistrée au moment de leur transfert, sans contrepartie économique. Les transferts courants recouvrent tous les transferts autres que les transferts en capital.

Courbe des rendements (*Yield curve*) : représentation graphique de la relation existant, à un instant donné, entre le taux d'intérêt ou rendement et l'échéance résiduelle pour des titres de créance suffisamment homogènes et assortis de dates d'échéance différentes. La pente de la courbe peut être mesurée comme la différence entre les taux d'intérêt ou rendement à deux échéances représentatives.

Cours pivot [*Central parity (ou central rate)*] : taux de change par rapport à l'euro de chacune des monnaies participant au MCE II, et autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

Coûts unitaires de main-d'œuvre (*Unit labour costs*) : mesure des coûts totaux de main-d'œuvre par unité de production, calculés pour la zone euro en rapportant la rémunération totale par salarié à la productivité du travail (définie comme le PIB en volume par personne employée).

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (*MFI credit to euro area residents*) : prêts des IFM accordés aux résidents non-IFM de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et titres de créance).

Déficit des administrations publiques [*Deficit (general government)*] : besoin net de financement des administrations publiques correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

Déflation (*Deflation*) : phénomène de baisse significative et persistante des prix d'un très large éventail de biens de consommation et de services, qui devient ancrée dans les anticipations.

Désinflation (*Disinflation*) : processus de ralentissement de l'inflation qui peut aboutir à des taux d'inflation négatifs de nature temporaire.

Dettes (comptes financiers) [*Debt (financial accounts)*] : prêts souscrits par les ménages et prêts, titres de créance et provisions pour fonds de pension des sociétés non financières (résultant des engagements directs de l'employeur au titre de la retraite de ses salariés), comptabilisés aux prix de marché en fin de période.

Dettes des administrations publiques [*Debt (general government)*] : total des dettes brutes (monnaie fiduciaire et dépôts, crédits et titres autres qu'actions à l'exclusion des produits dérivés) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les administrations publiques.

Dettes extérieures brutes (*Gross external debt*) : montant des engagements contractuels en cours effectifs (c'est-à-dire non conditionnels) d'une économie comportant obligation de remboursement du principal et/ou de paiement des intérêts à des non-résidents à un moment donné futur.

Échanges de biens (*External trade in goods*) : exportations et importations de biens avec les pays hors zone euro, mesurées en termes de valeur et d'indices de volume et de valeur unitaire. Les statistiques relatives aux échanges de biens ne sont pas directement comparables avec les exportations et importations enregistrées dans les comptes nationaux, ces derniers incluant à la fois les opérations intra-zone euro et avec le reste du monde, et englobant les biens et les services. Elles ne sont pas plus entièrement comparables avec la rubrique des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements. Outre les ajustements méthodologiques, la principale différence réside dans le fait que, dans les statistiques relatives aux échanges de biens, les importations incluent les activités d'assurance et de fret alors qu'elles sont enregistrées franco à bord dans les statistiques de balance des paiements.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (*MFI longer-term financial liabilities*) : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les IFM de la zone euro et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

Enquêtes auprès des directeurs d'achat de la zone euro (*Eurozone Purchasing Managers' Surveys*) : enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière et les services effectuées pour un certain nombre de pays de la zone euro et servant à établir des indices. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier de la zone euro est un indicateur pondéré calculé à partir de sous-indices relatifs aux variations de la production, aux nouvelles commandes, à l'emploi, aux délais de livraison des fournisseurs et aux stocks

de marchandises. L'enquête relative au secteur des services de la zone euro comporte des questions sur le volume d'activité, le volume d'activité escompté, le volume des affaires en cours, les nouvelles commandes reçues, l'emploi, les prix des intrants et les prix facturés. L'indice composite de la zone euro est calculé en associant les résultats respectifs des enquêtes sur l'industrie manufacturière et sur le secteur des services.

Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) [Survey of Professional Forecasters (SPF)] : enquête trimestrielle menée par la BCE depuis 1999 afin de collecter des prévisions macroéconomiques concernant l'inflation, la croissance du PIB en volume et le chômage dans la zone euro auprès d'un panel d'experts affiliés aux organismes financiers et non financiers de l'UE.

Enquêtes de la Commission européenne (European Commission surveys) : enquêtes harmonisées effectuées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs de chaque État membre de l'UE pour le compte de la Commission européenne. Ces enquêtes sous forme de questionnaire s'adressent aux chefs d'entreprise des secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce de détail et des services, ainsi qu'aux consommateurs. À l'issue de chaque enquête mensuelle, des indicateurs composites sont calculés afin de synthétiser, au sein d'un indicateur unique (indicateurs de confiance), les réponses fournies à un certain nombre de questions.

Enquête sur la distribution du crédit bancaire [Bank lending survey (BLS)] : enquête trimestrielle, menée par l'Eurosystème depuis janvier 2003, concernant les politiques du crédit. Elle consiste à poser à un échantillon prédéfini de banques de la zone euro des questions qualitatives concernant l'évolution des critères d'octroi des prêts, des modalités de prêt et de la demande de prêts émanant à la fois des entreprises et des ménages.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour) [EONIA (Euro overnight index average)] : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (Euro interbank offered rate)] : taux auquel une banque dite de premier rang est disposée à prêter des fonds (libellés en euros) à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement, à partir des taux d'un échantillon représentatif d'établissements bancaires, pour différentes échéances inférieures ou égales à douze mois.

Eurosystème (Eurosystem) : système de banque centrale composé de la BCE et des BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Excédent de liquidité (Excess liquidity) : montant des réserves de banque centrale détenu par les banques en sus des besoins de l'ensemble du système bancaire, qui sont déterminés par les réserves obligatoires et les facteurs autonomes.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles d'effectuer, de leur propre initiative, des dépôts à 24 heures auprès de la BCN de leur juridiction respective. Ces dépôts sont rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé qui représente généralement un plancher pour les taux d'intérêt du marché au jour le jour.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility) : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles, à leur propre initiative, d'obtenir des crédits à 24 heures

auprès de la BCN de leur juridiction à un taux prédéterminé sous forme d'une opération de cession temporaire. Le taux d'intérêt appliqué aux prêts accordés dans le cadre de la facilité de prêt marginal constitue normalement un plafond pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour.

Facteurs autonomes de la liquidité (*Autonomous liquidity factors*) : facteurs de la liquidité ne résultant pas normalement de l'utilisation des instruments de politique monétaire. Il s'agit notamment des billets en circulation, des dépôts de l'administration publique auprès de la banque centrale et des réserves nettes de change de la banque centrale.

Forward guidance (Indications sur l'orientation de la politique monétaire) : communication du Conseil des gouverneurs sur l'orientation conditionnelle de la politique monétaire en ce qui concerne la trajectoire future des taux directeurs de la BCE.

Garanties (*Collateral*) : actifs mis en nantissement ou transférés en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés dans le cadre d'accords de pension. Les garanties utilisées dans les opérations de cession temporaire de l'Eurosystème doivent satisfaire à certains critères d'éligibilité.

IFM (Institutions financières monétaires) [MFIs (*monetary financial institutions*)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la zone euro. Elles incluent (a) l'Eurosystème, (b) les établissements de crédit résidents (tels que définis par la législation européenne), (c) les autres institutions financières dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières, ainsi que les établissements de monnaie électronique dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière sous la forme d'émission de monnaie électronique et (d) les OPCVM monétaires, c'est-à-dire des organismes de placement collectif qui investissent dans des instruments à court terme et à faible risque.

Indice des coûts horaires de main-d'œuvre (*Hourly labour cost index*) : mesure des coûts de main-d'œuvre comprenant les salaires et traitements bruts (en numéraire ou en nature, y compris les primes) et les autres coûts de main-d'œuvre (les cotisations sociales patronales plus les taxes sur la masse salariale moins les subventions perçues par les employeurs) par heure effectivement travaillée (y compris les heures supplémentaires).

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*] : mesure de l'évolution des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

Indice des salaires négociés (*Index of negotiated wages*) : mesure de l'issue directe des négociations dans le cadre des conventions collectives en termes de rémunération de base (c'est-à-dire hors primes) au niveau de la zone euro. Cet indice fait référence à la variation moyenne attendue des salaires et traitements mensuels.

Inflation (*Inflation*) : augmentation du niveau général des prix, par exemple de l'indice des prix à la consommation.

Investissements directs (*Direct investment*) : investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquérir un intérêt durable (en pratique, participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions

ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays. Ils recouvrent les opérations en capital, les bénéfices réinvestis et les autres opérations en capital liées à des prêts intragroupes. Ce poste enregistre les transactions/positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux actifs à l'étranger (« investissements directs des résidents à l'étranger ») et les transactions/positions nettes des non-résidents relatives aux actifs de la zone euro (« investissements directs des non-résidents dans la zone euro »).

Investissements de portefeuille (*Portfolio investment*) : transactions et/ou positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations sur actions et titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire). Les opérations sont enregistrées au prix effectif payé ou reçu, moins les commissions et les frais. Pour entrer dans la catégorie des investissements de portefeuille, la part du capital détenue dans une entreprise doit être inférieure à 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote.

M1 : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des IFM et de l'administration centrale (par exemple : Poste, Trésor).

M2 : agrégat monétaire intermédiaire comprenant M1 plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des IFM et de l'administration centrale.

M3 : agrégat monétaire large comprenant M2 plus les instruments négociables, notamment les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (*exchange rate mechanism II*)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la zone euro et les États membres de l'UE ne participant pas à la phase III de l'UEM.

Obligations d'État indexées (*Inflation-indexed government bonds*) : titres de créance émis par les administrations publiques, dont les versements de coupons et la valeur du principal sont liés à un indice de prix à la consommation spécifique.

Offres d'emploi (*Job vacancies*) : terme collectif désignant à la fois les créations d'emploi récentes, les emplois non pourvus ou ceux appelés à être vacants dans un avenir proche et ayant donné lieu, sur la période récente, à des démarches actives de la part de l'employeur, en vue de trouver un candidat répondant au profil du poste.

OPCVM (hors OPCVM monétaires) [*Investment funds (except money market funds)*] : institutions financières qui regroupent les capitaux levés auprès du public et les investissent dans des actifs financiers et non financiers. Cf., également, IFM.

Opération de cession temporaire (*Reverse transaction*) : opération par laquelle la BCN achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Opération d'*open market* (*Open market operation*) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. Ces opérations recouvrent les opérations de cession temporaire,

les opérations ferme ainsi que les reprises de liquidité en blanc, l'émission de certificats de dette et les *swaps* de change. Les opérations d'*open market* peuvent fournir ou absorber de la liquidité.

Opération principale de refinancement [Main refinancing operation (MRO)] : opération d'*open market* effectuée par l'Eurosystème de manière régulière sous forme d'opérations de cession temporaire. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme [Longer-term refinancing operations (LTRO)] : opération d'*open market* d'une durée supérieure à une semaine effectuée par l'Eurosystème sous forme d'une opération de cession temporaire. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Au cours des turbulences apparues sur les marchés financiers en août 2007, des opérations supplémentaires assorties d'une échéance allant d'une période de constitution de réserves à 36 mois ont été effectuées, selon des fréquences variables.

Opération de retrait de liquidité (Liquidity-absorbing operation) : opération par laquelle l'Eurosystème absorbe de la liquidité pour réduire l'excédent de liquidité, ou afin de créer une pénurie de liquidité. Ces opérations peuvent être réalisées sous forme d'émission de certificats de dette ou de reprises de liquidité en blanc.

Parité de pouvoir d'achat [Purchasing power parity (PPP)] : taux auquel une monnaie est convertie dans une autre pour égaliser le pouvoir d'achat des deux monnaies en éliminant les différences des niveaux de prix prévalant dans les deux pays concernés. Dans leur forme la plus simple, les parités de pouvoir d'achat montrent le rapport entre des prix exprimés dans la monnaie nationale pour le même bien ou service dans différents pays.

Point mort d'inflation (Break-even inflation rate) : écart entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'une obligation indexée sur l'inflation d'échéance comparable (ou qui s'en rapproche le plus).

Population active (Labour force) : somme totale des personnes occupant un emploi et des chômeurs.

Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets) : créances du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (comme l'or, les devises étrangères — billets et pièces — les titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les dépôts des non-résidents de la zone euro, les pensions, leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires et titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

Position extérieure [International investment position (i.i.p.)] : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

Prix à la production (Industrial producer prices) : prix sortie d'usine (hors coûts de transport) de tous les produits vendus par l'industrie hors construction sur le marché intérieur des pays de la zone euro, à l'exclusion des importations.

Procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale (Fixed rate full-allotment tender procedure) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale (taux fixe) et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles

souhaitent obtenir à ce taux, en sachant à l'avance que toutes leurs soumissions seront satisfaites (allocation intégrale).

Production industrielle (*Industrial production*) : valeur ajoutée brute créée par l'industrie à prix constants.

Productivité du travail (*Labour productivity*) : production pouvant être réalisée avec une quantité donnée de facteur travail. Elle peut être mesurée de plusieurs façons mais correspond généralement au PIB en volume divisé soit par l'emploi total, soit par le nombre total d'heures travaillées.

Produit intérieur brut (PIB) [*Gross domestic product (GDP)*] : valeur totale des biens et services produits dans une économie moins les consommations intermédiaires, moins les impôts indirects plus les subventions d'exploitation. Le PIB peut s'entendre dans l'optique produit, dépense ou revenu. Les principaux agrégats de dépense du PIB sont la consommation finale des ménages, la consommation finale des administrations publiques, la formation brute de capital fixe, la variation des stocks, les exportations nettes de biens et services (y compris les échanges intra-zone euro).

Ratio de déficit (administrations publiques) [*Deficit ratio (general government)*] : rapport entre le déficit des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif. Il est également désigné par les termes ratio de déficit budgétaire ou ratio de déficit public.

Ratio dette publique/PIB (administrations publiques) [*Debt-to-GDP ratio (general government)*] : rapport entre la dette des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif.

Réduction de créances (*Write-down*) : ajustement à la baisse de la valeur des prêts enregistrés dans les bilans des IFM lorsqu'il est reconnu que les prêts sont devenus en partie irrécouvrables.

Rémunération par tête ou par heure travaillée (*Compensation per employee or per hour worked*) : rémunération totale, en numéraire ou en nature, versée par les employeurs aux salariés, à savoir les salaires et traitements bruts, ainsi que les primes, heures supplémentaires et les cotisations de sécurité sociale versées par l'employeur, divisée par le nombre total de salariés ou par le nombre total d'heures travaillées.

Réserves obligatoires (*Reserve requirement*) : obligation faite aux établissements de crédit de constituer un montant minimum de réserves auprès de la banque centrale sur une période de constitution. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte de réserves de l'établissement sur la période de constitution.

Sociétés d'assurance et fonds de pension (*Insurance corporations and pension funds*) : sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation de risques.

Solde budgétaire structurel (administrations publiques) [*Structural fiscal balance (general government)*] : solde budgétaire effectif corrigé des facteurs conjoncturels (c'est-à-dire solde corrigé du cycle) et des mesures budgétaires exceptionnelles.

Soutien renforcé du crédit (*Enhanced credit support*) : mesures non conventionnelles prises par la BCE/l'Eurosystème au cours de la crise financière en vue de soutenir les conditions de financement et les flux de crédit au-delà de ce qui pourrait être réalisé par le seul biais des réductions des taux directeurs de la BCE.

Stabilité des prix (*Price stability*) : selon la définition du Conseil des gouverneurs, une progression de l'IPCH inférieure à 2 % par an pour la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [*Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*] : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les indices de TCE de l'euro sont calculés par rapport à différents groupes de partenaires commerciaux : le TCE-20 comprend les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE, et le TCE-40 recouvre le groupe TCE-20 et vingt autres pays. Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de produits manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

Taux directeurs de la BCE (*Key ECB interest rates*) : taux d'intérêt fixés par le Conseil des gouverneurs, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Il s'agit du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt.

Taux d'intérêt des IFM (*MFI interest rates*) : taux d'intérêt que les établissements de crédit et autres IFM résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro et aux prêts qui leur sont consentis.

Taux de soumission maximal (*Maximum bid rate*) : taux d'intérêt maximal auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations de retrait de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

Taux de soumission minimal (*Minimum bid rate*) : taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations d'apport de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

Titre de créance (*Debt security*) : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

Titrisation (*Securitisation*) : opération ou montage permettant la cession d'un actif ou d'un portefeuille de créances, souvent constitué de prêts (prêts immobiliers, prêts à la consommation, etc.), du cédant (généralement un établissement de crédit) à un véhicule financier. Celui-ci transforme ces actifs en titres négociables en émettant des titres souscrits par les investisseurs. Les flux d'intérêts et de remboursement sur le portefeuille de créances qu'il a achetées aux banques permettent le service de la dette qu'il émet.

Valeur de référence pour la croissance de M3 (*Reference value for M3 growth*) : taux de croissance annuel de M3 jugé compatible avec la stabilité des prix à moyen terme.

Véhicule financier *ad hoc* [*Financial vehicle corporation (FVC)*] : entité dont l'activité principale consiste à effectuer des opérations de titrisation. Un véhicule financier *ad hoc* émet généralement des titres négociables qui sont commercialisés auprès du grand public, ou vendus sous forme de placements privés. Ces titres sont adossés à un portefeuille d'actifs (habituellement des prêts) qui sont détenus par le véhicule financier *ad hoc*. Dans certains cas, l'opération de titrisation peut faire intervenir plusieurs véhicules financiers *ad hoc*, l'un détenant les actifs titrisés et un autre émettant les titres adossés à ces actifs.

Volatilité (*Volatility*) : degré de fluctuation d'une variable donnée.

Volatilité implicite (*Implied volatility*) : volatilité attendue (c'est-à-dire l'écart type) des taux de variation du prix d'un actif, notamment d'une obligation ou d'une action. Elle peut être calculée à partir du prix d'un actif, de sa date d'échéance et du prix d'exercice de ses options, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options, tel que le modèle Black-Scholes.

Zone euro (*Euro area*) : zone constituée par les États membres de l'UE dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Directeur de la publication : Nathalie AUFAUVRE
Secrétaire général

Impression : Banque de France

Dépôt légal : Décembre 2014

