



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



BULLETIN MENSUEL JANVIER 2014

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

© Banque centrale européenne, 2014

Adresse

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

Adresse postale

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

Téléphone

+49 69 13 44 0

Internet

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

Télécopie

+49 69 13 44 60 00

Le présent Bulletin a été préparé sous la responsabilité du Directoire de la BCE. Les traductions sont effectuées et publiées par les banques centrales nationales (la version française de ce Bulletin a été réalisée par la Banque de France).

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 8 janvier 2014.

ISSN 1561-0306 (version papier)

ISSN 1725-2989 (internet)



TABLE DES MATIÈRES

ÉDITORIAL	5
ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES	
1 Environnement extérieur de la zone euro	9
Encadré 1 La faiblesse du crédit pèse-t-elle sur la reprise économique aux États-Unis et au Royaume-Uni ?	12
Encadré 2 La Lettonie adopte l'euro	18
2 Évolutions monétaires et financières	21
Encadré 3 Évolution de la position extérieure de la zone euro depuis le début de la crise financière	25
3 Prix et coûts	39
4 Production, demande et marché du travail	45
Encadré 4 Investissement des entreprises : une reprise modérée en perspective	47
Encadré 5 Dans quelle mesure l'ajustement du compte de transactions courantes dans les pays de la zone euro en difficulté était-il conjoncturel ou structurel ?	50
ARTICLES	
Bilan de quinze ans d'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels	57
Évolutions récentes de l'excédent de liquidité et des taux du marché monétaire	71
Perspectives à moyen terme de l'économie de la Chine et internationalisation du renminbi	87
STATISTIQUES DE LA ZONE EURO	SI
ANNEXES	
Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème	I
Publications de la Banque centrale européenne	V
Glossaire	VII

ABRÉVIATIONS

PAYS

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

AUTRES

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

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



ÉDITORIAL

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 9 janvier 2014, de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les informations et les analyses disponibles ont une nouvelle fois confirmé la précédente évaluation du Conseil des gouverneurs. Les tensions sous-jacentes sur les prix dans la zone euro devraient rester contenues à moyen terme. Corroborant ce scénario, les évolutions monétaires et du crédit demeurent atones. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et à long terme pour la zone euro sont solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %. Cette configuration continue d'indiquer que l'économie de la zone euro pourrait traverser une période prolongée de faible inflation, suivie d'une remontée graduelle vers des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 %. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs tient résolument à souligner qu'il maintiendra une orientation accommodante de la politique monétaire aussi longtemps que nécessaire, ce qui soutiendra la reprise progressive de l'économie dans la zone euro. En conséquence, le Conseil des gouverneurs réitère fermement ses indications sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE et continue de prévoir que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Comme indiqué précédemment, cette anticipation est fondée sur le maintien à moyen terme de perspectives d'inflation globalement modérées, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie et de l'atonie des évolutions monétaires. En ce qui concerne les conditions du marché monétaire et leurs implications éventuelles pour l'orientation de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs suit attentivement leurs évolutions et est prêt à examiner tous les instruments disponibles. Le Conseil des gouverneurs reste déterminé à conserver l'orientation largement accommodante et à prendre, si nécessaire, de nouvelles mesures décisives.

S'agissant de l'analyse économique, le PIB en volume de la zone euro a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,1 % au troisième trimestre, après une hausse de 0,3 % au deuxième trimestre 2013. Tandis que les évolutions des données relatives à la production industrielle en octobre vont dans le sens d'un début de quatrième trimestre assez faible, les indicateurs de confiance provenant des enquêtes disponibles jusqu'en décembre ont continué de s'améliorer à partir de bas niveaux, indiquant dans l'ensemble la poursuite de la reprise progressive de l'activité économique. En 2014 et 2015, la production devrait se redresser lentement, sous l'effet notamment d'une légère hausse de la demande intérieure soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire. L'activité économique dans la zone euro devrait également bénéficier d'un raffermissement graduel de la demande extérieure. En outre, l'amélioration générale observée sur les marchés financiers depuis l'été 2012 commence à faire sentir ses effets sur l'économie réelle, et il devrait en aller de même des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. De plus, les revenus réels ont récemment bénéficié d'une hausse limitée des prix de l'énergie. Cela étant, le chômage demeure élevé dans la zone euro et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique.

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

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,8 % en décembre 2013, après 0,9 % en novembre. Cette évolution, globalement conforme aux prévisions, a reflété un ralentissement de la hausse des prix des services. Sur la base des cours constatés

des contrats à terme sur l'énergie, l'inflation en rythme annuel devrait, au cours des prochains mois, demeurer proche des niveaux actuels. À moyen terme, les tensions sous-jacentes sur les prix dans la zone euro devraient rester contenues. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et à long terme continuent d'être solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix restent considérés comme globalement équilibrés à moyen terme, les risques à la hausse étant liés à un niveau plus élevé des prix des matières premières et à une augmentation plus forte que prévu des prix administrés et de la fiscalité indirecte, et les risques à la baisse découlant d'une activité économique plus faible qu'anticipé.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données relatives à novembre confortent le diagnostic d'une expansion sous-jacente toujours atone de la monnaie au sens large (M3) et du crédit. La croissance annuelle de M3 est demeurée globalement inchangée à 1,5 % en novembre, contre 1,4 % en octobre, après deux mois consécutifs de baisse en septembre et en août. La croissance annuelle de M1 est restée robuste, à 6,5 %, traduisant une préférence pour la liquidité, tout en demeurant inférieure au pic de 8,7 % observé en avril 2013. Comme les mois précédents, le principal facteur soutenant la progression annuelle de M3 a été l'amélioration de la position extérieure nette des IFM, qui a continué de refléter l'intérêt accru des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro. Le rythme annuel de variation des prêts au secteur privé est resté faible. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à 0,3 % en novembre, soit un niveau globalement inchangé depuis début 2013. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est inscrit à -3,1 % en novembre, après -3,0 % en octobre. Dans l'ensemble, la faible dynamique des prêts aux sociétés non financières continue de traduire leur décalage avec le cycle économique, le risque de crédit ainsi que l'ajustement en cours des bilans des agents financiers et non financiers.

Depuis l'été 2012, le financement des banques s'est considérablement amélioré. Afin de garantir une transmission adéquate de la politique monétaire aux conditions de financement dans les pays de la zone euro, il est essentiel que la résorption de la fragmentation des marchés du crédit de la zone euro se poursuive et que la résilience des banques soit renforcée lorsque cela est nécessaire. L'évaluation complète opérée par la BCE appuiera davantage encore ce processus de renforcement de la confiance. Elle améliorera la qualité des informations disponibles relatives à la situation des banques et aboutira à l'identification et à la mise en œuvre des mesures correctives qui s'imposent. Des progrès réguliers dans la mise en place d'une union bancaire permettront de rétablir la confiance dans le système financier.

En résumé, il ressort de l'analyse économique que la zone euro pourrait traverser une période prolongée de faible inflation, suivie d'une remontée graduelle vers des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 %. Un recoupement avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme ce scénario.

En ce qui concerne les finances publiques, il est important de ne pas relâcher les efforts entrepris et de poursuivre l'ajustement budgétaire à moyen terme. Les stratégies en matière de finances publiques doivent être conformes au pacte budgétaire et garantir des mesures d'assainissement propices à la croissance, qui améliorent la qualité et l'efficacité des services publics tout en réduisant au minimum les effets de distorsion créés par la fiscalité. Accompagnée de la mise en œuvre résolue de réformes structurelles, une telle orientation contribuera à la reprise progressive de l'économie dans la zone euro et exercera une incidence positive sur les finances publiques. Il convient de mettre en

particulier l'accent sur les réformes des marchés des biens et des services et des marchés du travail ainsi que sur la mise en œuvre rigoureuse des politiques du Marché unique afin d'améliorer les perspectives en matière de croissance économique et de favoriser la création d'emplois dans un contexte de chômage élevé.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient trois articles. Le premier, intitulé « Bilan de quinze ans d'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels », examine plusieurs aspects essentiels de l'utilité de l'enquête en tant que source d'informations pour l'évaluation de la politique monétaire de la BCE. Le deuxième article étudie les raisons à l'origine des évolutions récentes de l'excédent de liquidité et évalue son incidence sur les taux du marché monétaire. Le troisième article, enfin, esquisse les perspectives à moyen terme de l'économie chinoise et traite de questions relatives à l'internationalisation de la monnaie du pays, le renminbi.

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

L'économie mondiale reste sur le chemin d'une reprise progressive, avec des disparités entre régions toutefois. Dans les principales économies avancées, la reprise se raffermi graduellement, soutenue par des politiques accommodantes. Dans le même temps, la croissance s'est légèrement ralentie dans les économies de marché émergentes, tout en demeurant globalement vigoureuse. Les derniers indicateurs tirés des enquêtes font état d'une robustesse du climat des affaires au niveau mondial au quatrième trimestre 2013, une poursuite du renforcement progressif de l'activité étant attendue en 2014. L'inflation et les tensions inflationnistes mondiales restent contenues.

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

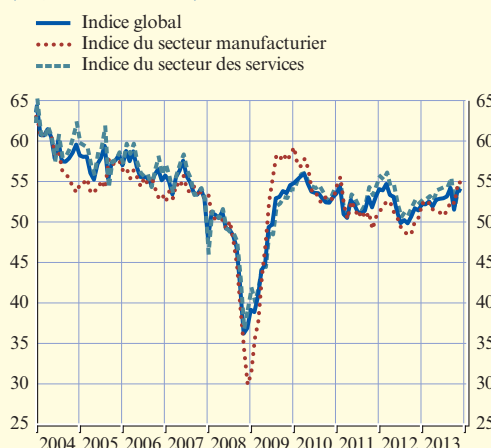
L'économie mondiale se redresse de manière progressive, soutenue par le renforcement de la dynamique de croissance dans la plupart des économies avancées. Dans le même temps, à la suite de la décision du Comité fédéral de l'*open market* adoptée en décembre 2013 d'alléger progressivement son programme de rachats d'actifs, l'incertitude s'est atténuée sur les marchés financiers mondiaux. Cette évolution pourrait contribuer à soutenir l'activité économique. Les derniers indicateurs tirés des enquêtes continuent de faire état de la robustesse du climat des affaires au quatrième trimestre 2013, tous les indices se maintenant fermement en territoire positif. Plus précisément, au quatrième trimestre 2013, l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale est resté pratiquement inchangé par rapport au trimestre précédent, à 53,4. La résilience de cet indice, qui s'est établi à 54,0 en décembre, niveau proche de sa moyenne historique, s'explique par une valeur plutôt élevée dans le secteur manufacturier, tandis que l'indice relatif au secteur des services s'est inscrit en légère baisse. Hors zone euro, l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production est également resté globalement stable, à 53,8 au quatrième trimestre 2013 (cf. graphique 1).

Les indicateurs prospectifs pour l'économie mondiale continuent de faire état d'une expansion progressive de l'activité. La composante relative aux nouvelles commandes de l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de l'industrie mondiale (hors zone euro) a augmenté en décembre, à 55,4. Dans le même temps, pour octobre, l'indicateur composite avancé de l'OCDE, censé anticiper les points de retournement de l'activité par rapport à la tendance, a fait état d'une amélioration des perspectives de croissance dans la plupart des principaux pays de l'OCDE et a laissé entrevoir une évolution positive de la dynamique dans les grandes économies de marché émergentes, telles que la Chine, la Russie et l'Inde (cf. graphique 2).

Le commerce mondial a maintenu sa dynamique au début du quatrième trimestre 2013, affichant de nouveaux signes de stabilisation après une période prolongée de faible croissance. Selon le Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), les importations mondiales de biens ont progressé de 1,3 % en octobre, en glissement trimestriel, après 1,5 % en septembre, reflétant un renforcement prononcé de la croissance dans les économies de marché émergentes d'Asie et plus modéré aux États-Unis et au Japon. De plus, l'indice global des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans l'industrie manufacturière est resté dans la zone d'expansion, malgré un léger fléchissement

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

(cvs ; données mensuelles)



Source : Markit

en décembre, confirmant la tendance plutôt positive du commerce mondial. Le rythme du redressement de la croissance des échanges mondiaux devrait toutefois être modeste à court terme et demeurer en deçà des niveaux observés avant la crise financière.

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

1.2 ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

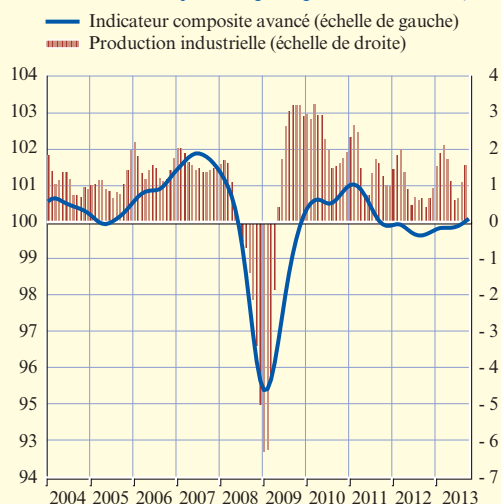
L'inflation et les tensions inflationnistes mondiales restent contenues. Dans la zone OCDE, la hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 1,5 % en novembre, après 1,3 % en octobre, sous l'effet de l'atténuation progressive des effets de base négatifs liés à la baisse des prix de l'énergie.

Hors produits alimentaires et énergie, le taux d'inflation annuel dans la zone OCDE est demeuré pratiquement stable en novembre, à 1,6 %. L'inflation s'est accélérée dans la plupart des économies avancées, tandis que les évolutions des prix ont été plus contrastées dans les économies de marché émergentes, l'inflation s'accroissant en Inde et en Russie mais s'atténuant en Chine (cf. tableau 1).

La maîtrise de l'inflation mondiale a été soutenue par la relative stabilité des prix des matières premières. Les cours du *Brent* ont fléchi depuis début décembre pour s'établir à 107 dollars le baril le 8 janvier 2014, soit 3 % de moins qu'un an auparavant. Selon l'Agence internationale de l'énergie, la demande mondiale de pétrole devrait diminuer au premier trimestre 2014, alors que l'offre des pays hors OPEP devrait rester étale, la hausse de la production de pétrole de schiste aux États-Unis compensant le recul des biocarburants au niveau mondial. Cette situation pourrait créer des tensions à la baisse sur les prix. Les marchés à terme anticipent une baisse des cours du pétrole à moyen terme, les prix des contrats à terme décembre 2015 se négociant à quelque 98 dollars le baril.

Graphique 2 Indicateur composite avancé et production industrielle

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



Sources : OCDE et calculs de la BCE

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

Tableau 1 Évolution des prix dans une sélection d'économies

(variations annuelles en pourcentage)

	2011	2012	2013					
			Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.
OCDE	2,9	2,3	1,8	2,0	1,7	1,5	1,3	1,5
États-Unis	3,2	2,1	1,8	2,0	1,5	1,2	1,0	1,2
Japon	-0,3	0,0	0,2	0,7	0,9	1,0	1,1	1,5
Royaume-Uni	4,5	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,2	2,1
Chine	5,4	2,6	2,7	2,7	2,6	3,1	3,2	3,0
Pour mémoire :								
Inflation sous-jacente de l'OCDE ¹⁾	1,7	1,8	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,6

Sources : OCDE, données nationales, BRI, Eurostat et calculs de la BCE
1) Hors produits alimentaires et énergie

Les cours des matières premières hors énergie sont restés globalement stables en moyenne en décembre. Les prix des céréales se sont inscrits en baisse tandis que ceux des métaux ont augmenté. Début janvier 2013, l'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie (libellés en dollars) se situait 7 % environ au-dessous du niveau atteint sur la période correspondante de l'année précédente.

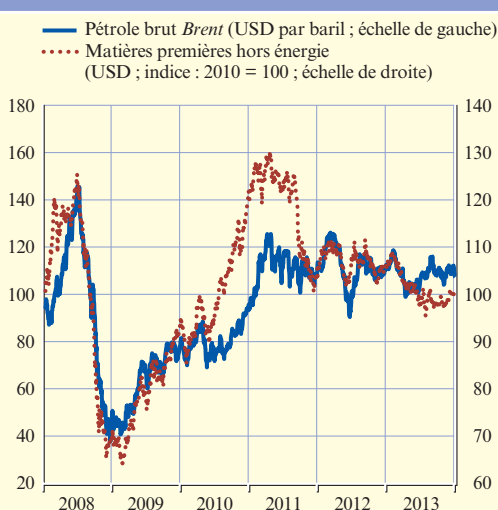
I.3 ÉVOLUTIONS DANS UNE SÉLECTION D'ÉCONOMIES

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, la croissance du PIB en volume s'est renforcée au troisième trimestre 2013. Selon la troisième estimation, définitive, du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a progressé de 4,1 % en rythme annualisé aux États-Unis (1,0 % en glissement trimestriel), après 2,5 % au trimestre précédent (0,6 % en glissement trimestriel). La croissance du PIB en volume a été supérieure aux 3,6 % dont faisait état la seconde estimation, la révision en hausse résultant pour l'essentiel des augmentations plus importantes qu'on ne le prévoyait auparavant des dépenses de consommation privée et de l'investissement fixe du secteur privé. Ces deux composantes, conjuguées à une importante contribution positive des stocks, à hauteur de 1,7 point de pourcentage, ont été les principaux moteurs de la croissance au troisième trimestre. La dépense publique a légèrement augmenté, la réduction des dépenses au niveau fédéral ayant été plus que contrebalancée par un accroissement au niveau des États et des administrations locales. La contribution des exportations nettes a été légèrement positive, le ralentissement de la croissance des importations ayant été plus prononcé que celui des exportations.

Au quatrième trimestre 2013, la croissance pourrait avoir été légèrement plus faible, en raison de l'effet défavorable de la fermeture provisoire des services de l'État et du jusqu'au-boutisme politique entourant la question du relèvement du plafond de la dette en octobre. En outre, la nette accélération de la croissance des stocks au troisième trimestre accroît la probabilité d'une correction au quatrième trimestre. Néanmoins, des données à haute fréquence plus élevées que prévu concernant la consommation, la production industrielle et les mises en chantier jusqu'en novembre laissent présager une amélioration de la dynamique de fond de la croissance de l'économie. Le marché

Graphique 3 Principales évolutions des prix des matières premières



Sources : Bloomberg et HWWI

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

	Taux de croissance annuels					Taux de croissance trimestriels		
	2011	2012	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T1	2013 T2	2013 T3
États-Unis	1,8	2,8	1,3	1,6	2,0	0,3	0,6	1,0
Japon	-0,4	1,4	-0,1	1,3	2,4	1,1	0,9	0,3
Royaume-Uni	1,1	0,3	0,7	2,0	1,9	0,5	0,8	0,8
Chine	9,3	7,7	7,7	7,5	7,8	1,5	1,9	2,2

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

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

du travail a fait preuve de résilience, le rythme des créations d'emplois s'accéléralant durant les deux premiers mois du quatrième trimestre par rapport à la moyenne du troisième trimestre et le taux de chômage diminuant à nouveau pour s'établir à 7,0 % en novembre, son niveau le plus bas depuis cinq ans. De plus, la confiance des consommateurs s'est redressée fin 2013, indiquant que les effets de confiance négatifs liés à la fermeture provisoire des services de l'État en octobre devraient être de courte durée. Enfin, une entente budgétaire bipartite promulguée par le président Obama le 26 décembre, visant à relâcher les baisses automatiques des dépenses publiques dans le cadre de la « séquestration » au cours des deux prochains exercices, atténue encore la rigueur budgétaire attendue à court terme, soutenant ainsi les anticipations d'accéléralation de l'activité économique en 2014. Malgré la relative atonie du crédit au secteur privé durant la reprise, on observe les signes d'un redressement récent. L'encadré 1 examine le crédit au secteur privé et sa relation avec le cycle d'activité aux États-Unis et au Royaume-Uni, afin d'en évaluer l'incidence sur la reprise actuelle.

La hausse annuelle de l'IPC s'est accélérée de 0,2 point de pourcentage, pour ressortir à 1,2 % en novembre, reflétant essentiellement des effets de base liés à l'évolution des prix de l'énergie. La hausse des prix des produits alimentaires est demeurée faible. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation sous-jacente s'est établie à 1,7 % pour le troisième mois de suite, demeurant ainsi à l'intérieur de l'étroite fourchette comprise entre 1,6 % et 1,8 % observée depuis avril. À plus long terme, l'importante sous-utilisation des capacités de production dans l'économie et la dynamique modérée des salaires et des coûts des consommations intermédiaires laissent penser que l'inflation devrait demeurer contenue.

Le 18 décembre, le Comité fédéral de l'*open market* a annoncé un léger ralentissement du rythme de ses achats mensuels d'actifs (*tapering*), à hauteur de 10 milliards de dollars à compter de janvier 2014. Cette réduction à 75 milliards de dollars portera simultanément sur les achats de titres adossés à des créances hypothécaires (de 40 milliards de dollars à 35 milliards) et sur les bons du Trésor à long terme (de 45 milliards à 40 milliards), tandis que pour la suite, une nouvelle baisse des achats dépendra de l'analyse de l'environnement économique par le Comité. Dans le même temps, le Comité fédéral de l'*open market* a déclaré qu'il serait probablement approprié de maintenir la fourchette-objectif des fonds fédéraux à son niveau actuel bien après que le taux de chômage soit revenu en deçà du seuil de 6,5 %, notamment si les projections d'inflation continuent d'être inférieures à l'objectif à long terme de 2 % du Comité. Par sa position, il accentue et renforce la visibilité sur la trajectoire future des taux directeurs par rapport aux formulations utilisées depuis décembre 2012.

Encadré 1

LA FAIBLESSE DU CRÉDIT PÈSE-T-ELLE SUR LA REPRISÉ ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS ET AU ROYAUME-UNI ?

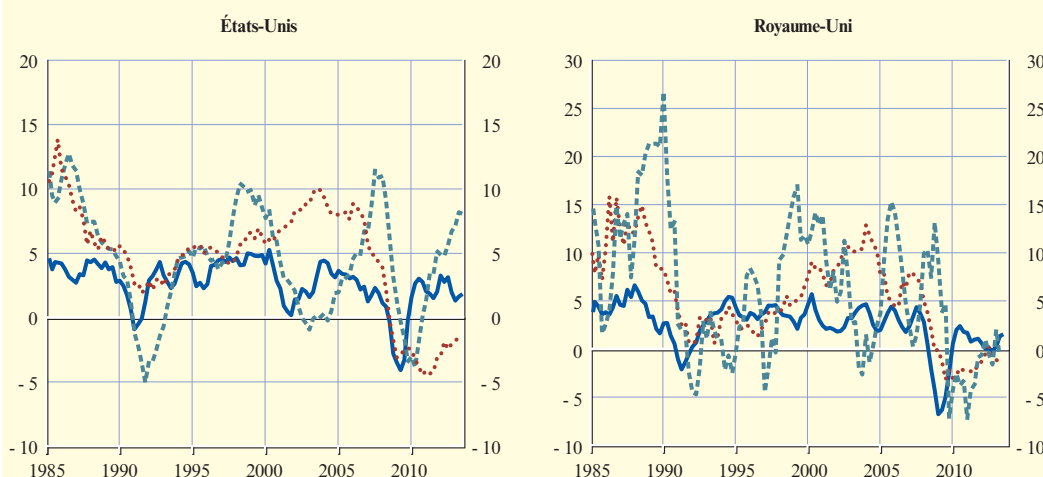
La dynamique du crédit au secteur privé non financier, défini comme le financement provenant des banques et du marché, est étroitement liée au cycle d'activité, les ralentissements économiques et les reprises ultérieures coïncidant avec de fortes variations du taux de croissance du crédit au secteur privé¹. Cet encadré examine les régularités du crédit et sa relation avec le cycle d'activité dans deux des principaux partenaires commerciaux de la zone euro, à savoir les États-Unis et le Royaume-Uni.

¹ Pour des éléments attestant de la relation entre monnaie/crédit et cycle économique dans la zone euro, cf. l'encadré intitulé *Faits stylisés relatifs à la monnaie et au crédit au cours du cycle d'activité* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2013

Graphique A Dynamique du PIB et du crédit en volume

(variations annuelles en pourcentage)

— PIB en volume
 Volume de crédit aux ménages
 - - - - Volume de crédit aux sociétés non financières



Sources : Système fédéral de réserve, Haver Analytics et Bureau des statistiques nationales (*Office for National Statistics*)
 Note : Le volume de crédit a été calculé à partir du déflateur du PIB et se rapporte au financement bancaire et de marché.

Crédit au secteur privé non financier et cycle d'activité

Le taux de croissance du PIB en volume et celui du volume de crédit consenti aux sociétés non financières et aux ménages ont présenté une corrélation historiquement positive tant aux États-Unis qu'au Royaume-Uni (cf. graphique A). Toutefois, cette corrélation ne semble pas très étroite et, dans ces deux pays, la dynamique du crédit a été plus volatile pour le secteur non financier que pour les ménages. Durant le cycle actuel, le crédit a été globalement faible dans les deux pays étudiés. Comme lors des cycles précédents et en ligne avec les faits stylisés relatifs à la zone euro, la progression de l'octroi de crédit aux entreprises s'est ralentie après la modération de la croissance du crédit aux ménages et le repli de l'activité économique. Les données plus récentes semblent indiquer un redressement de la croissance des prêts consentis aux sociétés non financières aux États-Unis, tandis que les financements accordés aux ménages pourraient atteindre un point bas. Au Royaume-Uni, la progression du crédit s'est stabilisée à des niveaux très bas dans les deux secteurs au cours des derniers trimestres.

Les corrélations observées entre le PIB en volume et la variation du volume du crédit avec différents décalages confirment la forte procyclicité de la croissance du crédit dans les deux pays étudiés. La croissance du PIB précède celle du crédit aux sociétés non financières, la corrélation la plus forte entre les deux séries correspondant à une avance de trois trimestres aux États-Unis et d'un trimestre au Royaume-Uni. Si la croissance du PIB précède également celle des financements aux ménages aux États-Unis (d'un trimestre environ), les séries coïncident plus fortement au Royaume-Uni. Pour ce pays, la corrélation la plus prononcée entre la croissance du PIB et celle du crédit aux entreprises (0,29 entre 1967 et 2013) est nettement plus faible que pour le crédit aux ménages (0,54 sur la même période) et également moins élevée que les corrélations les plus étroites observées pour les États-Unis (0,57 pour les sociétés non financières et 0,56 pour les ménages entre 1953 et 2013).

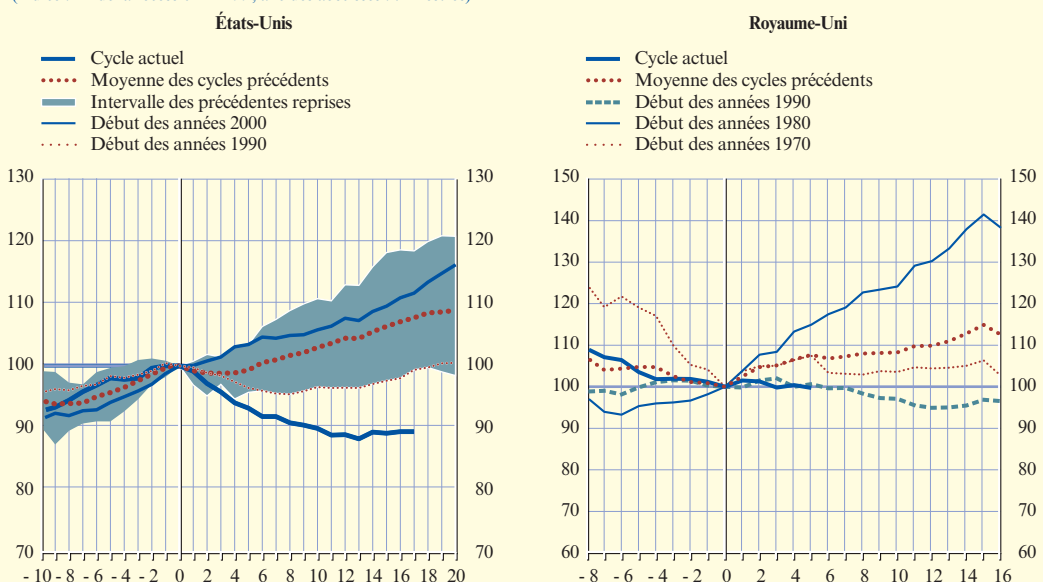
Comparaison avec les cycles précédents

La comparaison du ratio du financement bancaire et du financement de marché rapportés au PIB avec les cycles précédents permet d'évaluer si le crédit est particulièrement faible durant la reprise actuelle. Le graphique B fait état d'une légère différence de situation entre les deux pays. Aux États-Unis, le ratio des financements consentis au secteur privé non financier rapporté au PIB s'est inscrit en baisse depuis la fin de la dernière récession, puis en légère hausse depuis mi-2012. Le ratio des financements accordés aux ménages rapportés au PIB a cependant été particulièrement faible et a poursuivi son recul jusqu'au troisième trimestre 2013, en raison de l'ajustement en cours des bilans des ménages aux États-Unis à la suite de l'éclatement de la bulle de l'immobilier ². Au Royaume-Uni, en revanche, la dynamique du crédit a été légèrement plus modérée que lors des précédentes reprises, sans toutefois être exceptionnellement faible. En particulier, le financement de marché des sociétés non financières a évolué de façon relativement positive, semblant indiquer que les entreprises ont été plus à même qu'antérieurement de substituer d'autres formes de financement au crédit bancaire. Dans l'ensemble toutefois, l'atonie actuelle de la dynamique du crédit au Royaume-Uni reflète probablement en partie la fragilité persistante du secteur bancaire.

S'agissant des entreprises, on constate que la faiblesse de la croissance du crédit n'est pas nécessairement un facteur pesant fortement sur la reprise et ce, dans les deux économies. Les données relatives à la composition du financement des sociétés non financières indiquent que les entreprises ayant accès aux marchés de capitaux ont pu compenser une partie de la forte diminution des

Graphique B Ratio du volume du crédit rapporté au PIB, comparaison avec les précédentes périodes de reprise économique

(indice : fin de la récession = 100 ; axe des abscisses : trimestres)



Sources : Système fédéral de réserve et BCE, Haver Analytics, Bureau des statistiques nationales (*Office for National Statistics*) et BCE
Notes : Le point zéro correspond à la fin de chaque récession. Selon le *National Bureau of Economic Research*, dix récessions ont eu lieu aux États-Unis depuis 1950, la plus récente ayant débuté au quatrième trimestre 2007 et s'étant achevée au deuxième trimestre 2009. Selon le *Economic Cycle Research Institute*, quatre récessions ont eu lieu au Royaume-Uni depuis 1960, la plus récente étant une récession à double creux ayant débuté au premier trimestre 2008 et s'étant achevée au premier trimestre 2012.

² Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Quels sont les progrès réalisés en matière de désendettement des ménages aux États-Unis ?* du *Bulletin mensuel* de novembre 2013

prêts bancaires en émettant des titres de créance et, dans le cas du Royaume-Uni, des actions. Aux États-Unis, les entreprises ont même procédé à des rachats d'actions durant quelques années, ce qui traduit un faible besoin de financement externe. Cette situation se reflète également dans l'écart de financement des entreprises (c'est-à-dire les dépenses d'investissement moins les ressources internes et l'ajustement de la valorisation des stocks) observé aux États-Unis, qui a été négatif depuis début 2009 et n'a commencé à se réduire que récemment, indiquant ainsi que la majeure partie des sociétés non financières de ce pays ont suffisamment de trésorerie pour financer leurs investissements. En moyenne, la trésorerie des entreprises du Royaume-Uni est également importante, même s'il ne peut être exclu que certaines d'entre elles subissent des contraintes de financement.

Conclusion

Dans l'ensemble, bien qu'il soit difficile de distinguer les liens de cause à effet entre le crédit et la croissance du PIB sans avoir recours à des modèles plus structurels, les faits stylisés présentés dans cet encadré montrent que la dynamique du crédit a été relativement atone durant la reprise économique aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni. S'agissant du secteur des ménages, le crédit demeure faible dans les deux pays. Toutefois, l'assainissement récent des bilans des ménages aux États-Unis ainsi que la hausse du patrimoine immobilier et financier dans les deux pays étudiés devraient conduire à une amélioration des fondamentaux qui bénéficiera à la consommation privée. Concernant les entreprises, les sociétés non financières semblent dans les deux pays avoir eu la possibilité de recourir au financement de marché lorsque la progression des prêts est devenue négative. Plus récemment, les résultats des enquêtes auprès des chefs d'entreprise se sont améliorés, tant au Royaume-Uni qu'aux États-Unis. Cette amélioration, ainsi que la trésorerie confortable détenue par les entreprises dans les deux pays, tend à indiquer que les conditions préalables à un redressement de l'investissement sont remplies.

JAPON

Au Japon, la deuxième estimation provisoire de la croissance du PIB au troisième trimestre publiée par les autorités nipponnes a fourni de nouvelles indications d'un ralentissement de l'activité par rapport aux taux de progression très soutenus observés au premier semestre 2013. La croissance du PIB au troisième trimestre a été revue à la baisse, à 0,3 % en rythme trimestriel au lieu de 0,5 %, principalement en raison d'une moindre contribution des stocks. Les dernières données tirées d'enquêtes au quatrième trimestre vont dans le sens d'un redressement de l'activité économique. Les résultats de l'enquête *Tankan* de la Banque du Japon ont continué de s'inscrire en hausse en décembre pour les grandes entreprises du secteur manufacturier et des autres secteurs, indiquant une amélioration de la confiance des chefs d'entreprise. De plus, l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier est resté globalement stable en décembre, à 55,2. Le tableau positif ressortant des dernières données tirées d'enquêtes doit toutefois être nuancé par les hausses plus modestes enregistrées par les données solides, notamment celles relatives à la production industrielle, qui a augmenté de 0,1 % en glissement mensuel en novembre.

La hausse des prix à la consommation a continué de s'accroître, atteignant 1,5 % en rythme annuel en novembre contre 1,1 % en octobre. Dans le contexte de renchérissement de l'énergie, lié à des limitations de l'approvisionnement national en électricité et à la dépréciation antérieure du yen, l'écart entre l'inflation globale et l'inflation hors produits alimentaires, boissons et énergie demeure important, cette dernière étant ressortie à 0,6 % seulement en novembre (après 0,3 %). Par la suite, la dynamique des prix sera affectée par les hausses contractuelles des salaires qui seront négociées au printemps. Lors de sa réunion de décembre, la Banque du Japon a décidé de laisser inchangée sa cible de base monétaire.

ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, la croissance a été robuste au cours des derniers trimestres. Au troisième trimestre 2013, le PIB en volume a augmenté de 0,8 %, soutenu par la demande intérieure. Certains des principaux indicateurs tirés des enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des ménages ont légèrement fléchi en décembre, mais leur niveau relativement élevé laisse penser que la croissance est restée solide au quatrième trimestre. À moyen terme, toutefois, le rythme de la croissance devrait se modérer légèrement. La relative faiblesse de la dynamique du revenu réel des ménages ainsi que la nécessité persistante d'un ajustement des bilans des secteurs privé et public continueront de peser sur la demande intérieure pendant quelque temps, tandis que les perspectives de croissance des exportations demeurent faibles. Dans le même temps, la situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer, avec notamment une accélération de la croissance de l'emploi à temps complet dans le secteur privé ces derniers mois. Le taux de chômage a baissé de 0,2 point de pourcentage, à 7,4 %, sur la période de trois mois s'achevant en octobre. Dopés par les récentes mesures prises par les autorités, les indicateurs d'activité et de prix relatifs à l'immobilier résidentiel ont continué de s'améliorer.

La hausse annuelle de l'IPC s'est de nouveau modérée en novembre 2013, après s'être sensiblement ralentie en octobre. En novembre, l'inflation globale a fléchi de 0,1 point de pourcentage par rapport à octobre, ressortant à 2,1 %, principalement en raison d'une baisse des composantes prix de l'énergie et services d'éducation. Au cours des prochains mois, les tensions inflationnistes devraient demeurer modérées, l'inflation restant contenue par le faible degré d'utilisation des facteurs travail et capital.

Lors de sa réunion du 9 janvier 2014, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir son taux directeur à 0,5 % et le montant de son programme de rachats d'actifs à 375 milliards de livres.

CHINE

En Chine, les indicateurs les plus récents continuent de faire état d'une croissance économique robuste, en dépit d'une légère décélération. La production industrielle, l'investissement en capital fixe et la croissance des importations ont légèrement fléchi mais les ventes au détail et les exportations ont enregistré un léger rebond. Au total, cette situation indique un léger ralentissement de la dynamique de la croissance, les effets du « mini plan » de relance mis en œuvre durant l'été commençant à s'estomper. Au plan monétaire, la croissance du crédit et des prêts est demeurée stable à des niveaux élevés. Néanmoins, depuis que la Banque populaire de Chine a annoncé dans son rapport sur la politique monétaire pour le troisième trimestre que l'économie chinoise pourrait connaître une période prolongée de désendettement, les taux d'intérêt du marché monétaire et du marché obligataire se sont généralement inscrits sur une tendance haussière.

La hausse annuelle de l'IPC s'est légèrement ralentie, en raison d'une moindre contribution des prix des produits alimentaires, et demeure nettement inférieure à l'objectif de 3,5 % fixé par les autorités. L'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée stable et a continué de fluctuer entre 1,3 % et 1,9 % comme lors des deux dernières années. L'évolution annuelle de l'indice des prix à la production est restée négative en glissement annuel.

Début décembre, la Conférence centrale sur le travail économique, qui fixe les priorités économiques pour 2014, a souligné la nécessité de traiter les déséquilibres qui s'étaient accumulés dans l'économie, tels que des surcapacités dans plusieurs secteurs et l'explosion de la dette des administrations locales, en présentant notamment un plan visant à améliorer la mobilité de la main-d'œuvre entre les zones rurales et les zones urbaines, tout en soutenant le processus d'urbanisation en cours (cf. également l'article intitulé *Perspectives à moyen terme de l'économie de la Chine et internationalisation du renminbi* du *Bulletin mensuel*).

I.4 TAUX DE CHANGE

Au cours du dernier mois, l'euro s'est apprécié vis-à-vis des devises de la plupart des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Le 8 janvier 2014, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro, se situait 0,4 % au-dessus de son niveau de début décembre et 4,5 % au-dessus de son niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 4 et tableau 3). Au cours de cette période, les fluctuations des taux de change ont été largement liées aux évolutions des anticipations de taux d'intérêt, ainsi qu'aux modifications des anticipations des marchés relatives aux perspectives économiques de la zone euro par rapport à celles d'autres grandes économies.

En termes bilatéraux, entre le 2 décembre 2013 et le 8 janvier 2014, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar (de 0,4 %), du yen (de 2,3 %) et de la livre sterling (de 0,2 %). Au cours de la période sous revue, l'euro s'est également renforcé par rapport aux devises des pays exportateurs de matières premières, tandis que ses évolutions vis-à-vis des devises des économies émergentes d'Asie ont été contrastées. S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié face au leu roumain (de 1,3 %) et, faiblement, vis-à-vis de la couronne tchèque (de 0,1 %) et de la couronne suédoise (de 0,1 %). Dans le même temps, il s'est légèrement déprécié vis-à-vis de la kuna croate (de 0,1 %), du zloty polonais (de 0,4 %) et du forint hongrois (de 0,6 %). Les devises qui participent au MCE II sont restées globalement stables contre l'euro, s'échangeant à leur cours pivot ou à des niveaux proches. Le 1^{er} janvier 2014, la Lettonie a adopté l'euro, devenant ainsi le dix-huitième membre de la zone euro. Le taux de conversion entre le lats letton et l'euro a été irrévocablement fixé à 0,702804 lats pour un euro, c'est-à-dire le cours pivot du lats sur toute la durée de la participation du pays au MCE II. (cf. également l'encadré 2).

Graphique 4 Taux de change effectif nominal de l'euro

(données quotidiennes ; indice T1 1999 = 100)



Source : BCE

Notes : 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. Cet indice de référence a été ajouté pour tenir compte de l'entrée de la Lettonie dans la zone euro le 1^{er} janvier 2014. L'ajustement s'applique rétrospectivement à la période antérieure à 2014.

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 8 janvier 2014 par rapport au	
		2 décembre 2013	8 janvier 2013
TCE-20		0,4	4,5
Yuan renminbi chinois	18,7	-0,3	1,0
Dollar des États-Unis	16,8	0,4	3,9
Livre sterling	14,8	0,2	1,6
Yen japonais	7,2	2,3	24,2
Franc suisse	6,4	0,5	2,4
Zloty polonais	6,2	-0,4	1,3
Couronne tchèque	5,0	0,1	7,3
Couronne suédoise	4,7	0,1	3,7
Won sud-coréen	3,9	1,2	4,3
Forint hongrois	3,2	-0,6	2,6
Couronne danoise	2,6	0,0	0,0
Leu roumain	2,0	1,3	1,8
Kuna croate	0,6	-0,1	0,7

Source : BCE

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

Encadré 2

LA LETTONIE ADOPTE L'EURO

Le 1^{er} janvier 2014, la Lettonie a adopté l'euro, devenant ainsi le dix-huitième membre de la zone euro. Le taux de conversion entre le lats letton et l'euro a été irrévocablement fixé à 0,702804 lats pour un euro, c'est-à-dire le cours pivot du lats durant toute la participation du pays au MCE II.

La Lettonie est une très petite économie par rapport au reste de la zone euro. Par conséquent, l'adoption de l'euro par ce pays n'aura pas d'incidence significative sur les données macroéconomiques agrégées de la zone (cf. tableau).

La Lettonie compte 2 millions d'habitants environ et son PIB représente quelque 0,2 % du PIB de la zone euro. En 2012, le PIB par tête en parité de pouvoir d'achat était légèrement inférieur à 60 % de la moyenne de la zone euro.

Principales caractéristiques économiques de la Lettonie et de la zone euro

	Période considérée	Unité	Zone euro hors Lettonie	Zone euro y compris Lettonie	Lettonie
Population et activité économique					
Population totale	2012	en millions	333,2	335,2	2,0
PIB	2012	en milliards d'euros	9 483,5	9 505,8	22,3
PIB par tête	2012	en milliers d'euros	28,5	28,4	10,9
PIB par tête en parité de pouvoir d'achat (PPA)	2012	UE 17 = 100	100,0	99,7	57,6
PIB (part du PIB mondial) ¹⁾	2012	en pourcentage	13,5	13,5	0,04
Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique ²⁾					
Agriculture, pêche, sylviculture	2012	en pourcentage du total	1,7	1,7	5,0
Industrie (y compris la construction)	2012	en pourcentage du total	25,0	25,0	25,7
Services (y compris les services non marchands)	2012	en pourcentage du total	73,3	73,3	69,3
Indicateurs monétaires et financiers					
Financements accordés au secteur privé ³⁾	2012	en pourcentage du PIB	139,4	139,2	67,6
Capitalisation boursière ⁴⁾	2012	en pourcentage du PIB	47,5	47,3	3,8
Commerce extérieur					
Exportations de biens et services ⁵⁾	2012	en pourcentage du PIB	45,8	45,9	61,6
Importations de biens et services ⁵⁾	2012	en pourcentage du PIB	43,2	43,3	65,5
Solde du compte de transactions courantes ⁶⁾	2012	en pourcentage du PIB	1,4	1,4	0,5
Marché du travail ⁷⁾					
Taux d'activité	T2 2013	en pourcentage	72,2	72,2	73,3
Taux de chômage	T3 2013	en pourcentage	12,1	12,1	12,0
Taux d'emploi	T2 2013	en pourcentage	63,6	63,6	64,8
Administrations publiques					
Excédent (+) ou déficit (-)	2012	en pourcentage du PIB	- 3,7	- 3,7	- 1,3
Recettes	2012	en pourcentage du PIB	46,3	46,2	35,1
Dépenses	2012	en pourcentage du PIB	49,9	49,9	36,4
Encours de dette brute	2012	en pourcentage du PIB	92,7	92,6	40,6

Sources : Eurostat, FMI, Commission européenne, BCE et calculs de la BCE

1) Les parts de PIB sont calculées sur la base des PIB nationaux en parité de pouvoir d'achat (PPA).

2) Données établies à partir de la valeur ajoutée brute nominale (au prix de base)

3) Les financements comprennent les prêts, les portefeuilles de titres autres que les actions ainsi que les avoirs en actions et autres participations.

4) La capitalisation boursière se définit comme l'encours total d'actions cotées, hors OPCVM et parts d'OPCVM monétaires, émises par les résidents de la zone euro/lettons à la valeur de marché.

5) Données des comptes nationaux pour les échanges de biens et de services en termes nominaux (y compris les échanges intra-zone euro).

6) Données de balance des paiements. Les données de la zone euro sont calculées sur la base des transactions avec les résidents des pays hors zone euro (c'est-à-dire hors flux intra-zone euro). Les données pour la Lettonie incluent les transactions avec les résidents du reste du monde (c'est-à-dire y compris les transactions avec la zone euro).

7) Se rapporte à la population en âge de travailler (entre 15 ans et 64 ans).

Dans les années qui ont précédé 2007, la Lettonie a été l'une des économies de l'UE enregistrant la plus forte croissance, mais cette dernière s'est accompagnée d'une accumulation de déséquilibres macroéconomiques importants. L'ajustement a débuté en 2007 et s'est intensifié un an plus tard, en liaison avec la crise financière mondiale. Les prêteurs internationaux ont apporté leur soutien et des efforts d'assainissement budgétaire importants ont été réalisés en 2009 et 2010, sous la surveillance de l'UE et du FMI. En dépit d'une forte baisse de la production, le déficit budgétaire a été ramené de 9,8 % en 2009 à 1,3 % en 2012. Une stratégie d'assainissement crédible et mise en œuvre par anticipation, associée à des réformes structurelles, a aidé la Lettonie à maintenir son taux de change fixe. Une reprise s'est amorcée au dernier trimestre 2009, soutenue par un renforcement de la demande intérieure, puis par un rebond des exportations lié à une compétitivité retrouvée. La Lettonie a conclu un programme d'aide financière avec l'UE et le FMI début 2012 et a déjà remboursé en totalité le prêt accordé par le FMI. Le ratio de la dette publique a augmenté durant la crise financière, en partant néanmoins d'un niveau très faible. En dépit de cette évolution, le ratio s'est établi à 41 % en 2012, soit un niveau nettement inférieur à la moyenne de la zone euro, qui est ressortie à 93 % cette même année.

Plus récemment, l'activité a fait preuve de dynamisme et le PIB en volume a progressé de 4,1 % en rythme annuel au troisième trimestre 2013. Les évolutions du marché du travail ont également été positives, le taux de chômage ressortant à 12,0 % au troisième trimestre 2013 après un pic à 20,9 % au premier trimestre 2010. Toutefois, au cours des cinq dernières années, le marché du travail en Lettonie a pâti d'une forte diminution de la population active, un grand nombre de personnes ayant émigré pour chercher du travail dans d'autres pays de l'UE. Au troisième trimestre 2013, l'emploi total en Lettonie restait inférieur de quelque 20 % à son niveau d'avant la crise. Dans le même temps, le taux d'activité et le taux de chômage étaient légèrement supérieurs aux moyennes respectives pour la zone euro.

Les structures de production de la Lettonie sont globalement similaires à celles de la zone euro dans son ensemble. Au sein de l'économie lettone, l'industrie (y compris la construction) contribue à hauteur de 26 % environ à la valeur ajoutée totale. À quelque 70 %, la part des services est légèrement inférieure à celle observée pour l'ensemble de la zone euro, tandis que la contribution du secteur agricole, qui s'établit à 5 %, est légèrement supérieure. En outre, la Lettonie est une économie très ouverte avec pour principal partenaire commercial le reste de la zone euro, qui représente environ 30 % du total de ses exportations et 40 % de ses importations totales. La Lituanie et la Russie comptent parmi ses autres partenaires commerciaux importants.

Le secteur financier du pays s'appuie largement sur les banques. Les crédits bancaires au secteur privé représentaient 68 % du PIB en 2012. En comparaison avec les autres pays de la zone euro, le système bancaire est relativement concentré. Même s'il est dominé par les banques nordiques, plusieurs banques à capitaux principalement lettons s'engagent activement dans la fourniture de services financiers aux non-résidents. Les dépôts des non-résidents ont représenté près de 50 % du total des dépôts au second semestre 2013. Par ailleurs, le secteur financier non bancaire de la Lettonie est de très petite taille et sa capitalisation boursière, qui représentait un peu moins de 4 % du PIB en 2012, est la plus faible des pays de la zone euro.

Afin de profiter pleinement des avantages de l'euro et de permettre aux mécanismes d'ajustement de fonctionner efficacement au sein de la zone monétaire élargie, la Lettonie doit poursuivre ses efforts de réforme. Les politiques économiques doivent avoir pour objectif de garantir la soutenabilité du processus de convergence et une croissance durable à long terme. Il s'avère essentiel, à cet

égard, d'assurer un environnement de faible inflation. De plus, le fonctionnement du marché du travail doit être amélioré pour lui permettre d'atteindre son plein potentiel.

Les autorités lettones ont affirmé publiquement leur objectif d'éviter les politiques procycliques et de renforcer la qualité des institutions, l'environnement dans lequel opèrent les entreprises et la gouvernance afin d'assurer la stabilité et la compétitivité de l'économie. De plus, elles ont annoncé qu'elles s'engageaient à respecter pleinement, de manière permanente, le Pacte de stabilité et de croissance et le pacte budgétaire et à mettre en œuvre de nouvelles réformes structurelles. Les outils disponibles en termes de politiques microprudentielles et macroprudentielles doivent être utilisés efficacement et renforcés, si nécessaire, afin de limiter les risques liés, notamment, aux services financiers offerts aux non-résidents. Dans le cadre de la politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité des prix, le respect de ces engagements et l'adhésion à ceux-ci sur le long terme sont des éléments essentiels pour garantir un environnement économique propice à une croissance durable de la production et à la création d'emplois à moyen et long terme.

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

La croissance annuelle de M3 s'est stabilisée en novembre 2013, soutenue par de nouvelles entrées mensuelles au titre de ses composantes les plus liquides, en particulier les dépôts à vue. La croissance annuelle de M1 s'est donc stabilisée et cet agrégat est demeuré le principal contributeur à la croissance annuelle de M3. Du côté des contreparties, la croissance annuelle de l'agrégat large a continué d'être soutenue par de fortes hausses mensuelles de la position extérieure nette des IFM, reflétant notamment l'intérêt des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro et une diminution des engagements financiers à long terme. Le taux de variation annuel des prêts accordés par les IFM au secteur privé (corrigé des cessions de prêts et de la titrisation) est demeuré pratiquement inchangé, mais il est resté négatif et continue donc de freiner la création monétaire. Cette stabilisation à des niveaux négatifs concorde avec le stade du cycle d'activité, dans un contexte caractérisé par une faible demande et la persistance de contraintes sur l'offre. Les créances des IFM sur les administrations publiques ont diminué, reflétant l'amélioration de la situation sur les marchés de la dette souveraine.

AGRÉGAT LARGE M3

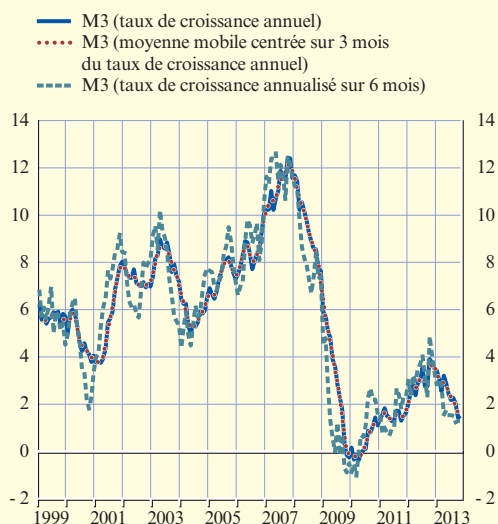
Le taux de croissance annuel de M3 s'est stabilisé à 1,5 % en novembre, après 1,4 % en octobre (cf. graphique 5). Le flux mensuel observé en novembre a de nouveau entièrement résulté des entrées au titre de M1. Comme celles d'octobre, les entrées enregistrées en novembre au profit de l'agrégat monétaire étroit M1 reflètent des arbitrages de portefeuille en faveur des dépôts à vue, tandis que les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont donné lieu à des sorties suscitées par la recherche de rendement et par une baisse de l'aversion au risque.

S'agissant des composantes, M1 est demeuré le principal contributeur à la croissance annuelle de M3, en dépit de la stabilisation de son taux de croissance annuel. La contribution des autres dépôts à court terme (M2-M1) s'est stabilisée à des niveaux négatifs, et celle des instruments négociables (M3-M2) est restée fortement négative. Les sorties nettes sur les instruments de M3 offrant une rémunération plus élevée que ceux inclus dans M1 continuent d'indiquer la quête de rendement que poursuit le secteur détenteur de monnaie, qui se traduit par des arbitrages de fonds au détriment des instruments mieux rémunérés au sein de M3 et en faveur d'actifs moins liquides et plus risqués non inclus dans M3.

S'agissant des contreparties, la création de monnaie a continué d'être favorisée par une nouvelle augmentation significative de la position extérieure nette des IFM en novembre, résultant pour partie de l'intérêt des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro. En outre, les flux négatifs importants enregistrés par les engagements financiers à long terme, en particulier les sorties modérées auxquelles ont donné lieu les dépôts à long terme, ont également contribué à la croissance de M3. En revanche, les flux fortement négatifs enregistrés par les concours au secteur privé et, quoique dans une moindre mesure, par les créances sur les

Graphique 5 Croissance de M3

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



Source : BCE

administrations publiques, sous l'effet des cessions nettes d'obligations d'État par les IFM dans certains pays en difficulté en novembre, ont freiné la croissance monétaire.

Le volume des principaux actifs des IFM de la zone euro s'est de nouveau contracté en novembre, poursuivant le processus de réduction du levier d'endettement observé depuis le printemps 2012. Ce repli mensuel résulte d'une diminution sur l'ensemble des principales catégories d'actifs, les remboursements nets importants de prêts au secteur privé concernant certains pays en difficulté. Le recours des IFM de la zone euro à la liquidité fournie par l'Eurosystème a encore diminué en novembre, poursuivant ainsi la tendance baissière observée depuis août 2012.

PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

S'agissant des composantes de M3, le taux de croissance annuel de M1 s'est stabilisé à 6,5 % en novembre 2013, après 6,6 % en octobre. La forte croissance annuelle de M1 continue de s'expliquer par des entrées importantes enregistrées sur les dépôts à vue, ce qui souligne la forte préférence pour la liquidité affichée par le secteur détenteur de monnaie au cours des derniers trimestres, ainsi que par le regain de confiance des investisseurs internationaux dans les actifs de la zone euro.

En revanche, un intérêt accru du secteur détenteur de monnaie pour des rendements plus élevés attendus d'investissements dans des actifs plus risqués a pesé sur les évolutions observées pour d'autres instruments de M3. En conséquence, le taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) a diminué pour s'établir à -1,5 % en novembre, après -1,2 % en octobre. Cette évolution reflète une nouvelle contraction prononcée du taux de croissance annuel des dépôts à court terme (c'est-à-dire les dépôts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans), qui s'est inscrit à -6,8 % en novembre, après -6,6 % en octobre. En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) est resté positif en novembre, malgré un recul à 3,1 %, après 3,5 % en octobre.

Le taux de variation annuel des instruments négociables (M3-M2) est resté négatif, s'inscrivant à -16,2 % en novembre, après -17,9 % en octobre. Cette évolution reflète les taux de croissance annuels négatifs des portefeuilles de titres d'OPCVM monétaires, de pensions et de titres de créance à court terme des IFM du secteur détenteur de monnaie. La poursuite des sorties enregistrées par les titres d'OPCVM monétaires résulte du caractère relativement peu attrayant de ces instruments compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt, en particulier après la nouvelle réduction des taux directeurs et la diminution des rendements des obligations d'État dans un certain nombre de pays de la zone euro. La persistance d'un taux de croissance négatif des émissions nettes de titres de créance à court terme traduit le moindre besoin de financement des IFM de la zone euro dans un contexte d'ajustement des bilans et de développement soutenu de leur base de dépôts.

Le taux de croissance annuel des dépôts de M3 (qui recouvrent les pensions et représentent l'agrégat monétaire le plus large pour lequel une ventilation sectorielle est rapidement disponible) a fléchi en novembre, revenant à 2,7 %, après 2,9 % en octobre. Ce recul résulte essentiellement de la modération du taux de croissance annuel des dépôts de M3 détenus par les intermédiaires financiers autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension, ainsi que par les ménages. En novembre, en revanche, les dépôts de M3 détenus par les sociétés non financières ont continué de progresser à un rythme soutenu, leur taux de croissance annuel ressortant à 6,6 %.

PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

Le taux de croissance annuel des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a encore diminué en novembre, ressortant à -1,4 %, contre -1,0 % en octobre.

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					
		2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 Oct.	2013 Nov.
M1	54,8	6,2	6,8	8,1	7,0	6,6	6,5
Billets et pièces en circulation	9,1	3,0	1,7	2,7	2,6	3,7	4,5
Dépôts à vue	45,7	6,9	7,9	9,3	7,9	7,1	6,9
M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)	38,5	1,6	1,2	0,2	0,2	-1,2	-1,5
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	17,0	-1,8	-3,8	-5,8	-5,0	-6,6	-6,8
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	21,5	4,8	6,0	5,8	5,0	3,5	3,1
M2	93,3	4,2	4,3	4,6	4,1	3,2	3,1
M3 – M2 (= instruments négociables)	6,7	-2,3	-8,5	-14,9	-17,1	-17,9	-16,2
M3	100,0	3,6	3,2	2,9	2,2	1,4	1,5
Créances sur les résidents de la zone euro		0,5	0,0	-0,1	-0,5	-1,0	-1,4
Créances sur les administrations publiques		8,3	4,3	3,3	2,0	0,8	-0,6
Prêts aux administrations publiques		1,9	-0,8	-2,6	-6,0	-6,5	-7,3
Créances sur le secteur privé		-1,3	-1,0	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6
Prêts au secteur privé		-0,8	-0,8	-1,1	-1,9	-2,2	-2,3
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾		-0,4	-0,4	-0,6	-1,4	-1,7	-1,8
Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)		-5,1	-5,1	-4,6	-4,2	-3,5	-3,5

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

Cette évolution reflète principalement un recul marqué, à -0,6 % contre 0,8 % le mois précédent, de la croissance annuelle des créances sur les administrations publiques. La croissance des concours au secteur privé a également fléchi en novembre, s'établissant à -1,6 % après -1,4 % en octobre.

Le ralentissement, en novembre, de la croissance annuelle des créances sur les administrations publiques résulte essentiellement de cessions nettes de titres publics, reflétant en partie la poursuite de l'assouplissement des conditions sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro ainsi que l'intérêt d'autres investisseurs pour cette catégorie d'actifs.

Les concours au secteur privé ont enregistré d'importants flux négatifs en novembre, sous l'effet de remboursements nets massifs de prêts et de cessions nettes de titres autres que des actions de la part des IFM. Les actions et autres participations ont également enregistré des sorties, dans une moindre mesure cependant.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est demeuré globalement stable en novembre, ressortant à -1,8 %, après -1,7 % en octobre. Le rythme de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à -3,1 % en novembre, contre -3,0 % en octobre (cf. tableau 5). L'évolution des prêts a continué d'être caractérisée par des remboursements nets, les données de novembre faisant état de flux négatifs sur l'ensemble des échéances, en particulier les plus courtes. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est demeuré inchangé en novembre, à 0,3 %, niveau globalement identique à celui observé depuis début 2013.

Dans l'ensemble, le profil général d'évolution des prêts montre que la tendance baissière observée au sein de la zone euro au cours de l'été 2013 s'est probablement interrompue dans de nombreux pays de la zone. Compte tenu du retard que l'évolution des prêts aux sociétés non financières affiche en général par rapport au cycle d'un point de vue historique, cela pourrait conforter l'opinion selon laquelle le cycle des stocks qui s'amorce dans les premières phases d'une reprise de l'activité est de

Tableau 5 Prêts des IFM au secteur privé

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

	Encours en pourcentage du total ¹⁾	Taux de croissance annuels					
		2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 Oct.	2013 Nov.
Sociétés non financières	41,3	- 1,9	- 2,5	- 3,0	- 3,7	- 3,8	- 3,9
<i>Corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾</i>	–	- 1,4	- 1,4	- 2,0	- 2,8	- 3,0	- 3,1
≤ à 1 an	24,4	- 1,3	0,6	- 0,8	- 3,6	- 4,2	- 4,7
> à 1 an et ≤ à 5 ans	17,4	- 5,2	- 5,9	- 6,4	- 5,7	- 5,2	- 4,9
> à 5 ans	58,3	- 1,0	- 2,7	- 2,9	- 3,1	- 3,1	- 3,2
Ménages ³⁾	49,4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2	0,1
<i>Corrigés des cessions et de la titrisation ²⁾</i>	–	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Crédits à la consommation ⁴⁾	10,9	- 2,9	- 3,2	- 3,4	- 2,7	- 3,1	- 3,4
Prêts au logement ⁴⁾	73,7	1,1	1,4	1,1	0,8	0,9	0,9
Autres prêts	15,3	- 0,6	- 1,0	- 1,0	- 1,2	- 1,1	- 1,5
Sociétés d'assurance et fonds de pension	0,9	- 4,2	6,1	12,4	12,8	8,4	14,0
Autres intermédiaires financiers non monétaires	8,4	- 1,3	- 0,2	- 0,2	- 5,7	- 8,0	- 9,1

Source : BCE

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

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

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

3) Conformément à la définition du SEC 95

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

nature à encourager la demande de crédit ainsi que le redressement des flux de crédit au cours des mois suivants. Les effets retardés du cycle sur le crédit peuvent s'expliquer également par le niveau élevé des dépôts des entreprises dans les pays de la zone euro, celles-ci ayant tendance à faire appel à l'autofinancement durant la phase initiale d'une reprise. Dans le même temps, pour que la reprise soit soutenue, une nouvelle réduction de la fragmentation financière s'impose, de même qu'un renforcement des fonds propres des banques, dont le faible niveau continue de peser sur l'offre de prêts dans les pays en difficulté.

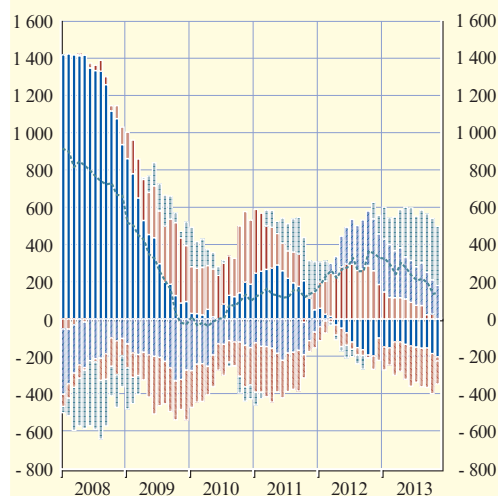
Le taux de croissance annuel des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) est demeuré inchangé en novembre, à - 3,5 %. En novembre, le flux mensuel est resté négatif, reflétant des sorties de faible montant sur les dépôts à long terme, bien que les ménages aient continué d'effectuer des placements sous forme de dépôts à long terme dans certains pays depuis le début de l'année.

La position extérieure nette des IFM de la zone euro a encore fortement augmenté en novembre, de 47 milliards d'euros, après une progression de 45 milliards en octobre.

Graphique 6 Contreparties de M3

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

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



Source : BCE

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

Elle s'inscrit en hausse depuis juillet 2012 et constitue le principal facteur de soutien de la croissance positive de M3, contrebalançant les contributions négatives des remboursements nets de prêts au secteur privé. Sur douze mois, la position extérieure nette du secteur des IFM de la zone euro a augmenté de 316 milliards d'euros en novembre (cf. graphique 6). L'encadré 3 examine brièvement l'évolution de la position extérieure de la zone euro depuis le début de la crise financière.

Dans l'ensemble, les dernières données monétaires confirment l'opinion selon laquelle la dynamique sous-jacente de la croissance de la monnaie et du crédit demeure faible. La croissance de l'agrégat monétaire large continue de bénéficier de l'augmentation de la position extérieure nette des IFM et des arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme. Dans le même temps, la faiblesse de la dynamique monétaire reflète également la quête de rendement que poursuit le secteur détenteur de monnaie dans un contexte de faible rémunération des actifs monétaires et de regain de confiance. Le taux de croissance annuel des concours des IFM au secteur privé est demeuré négatif en novembre 2013.

Encadré 3

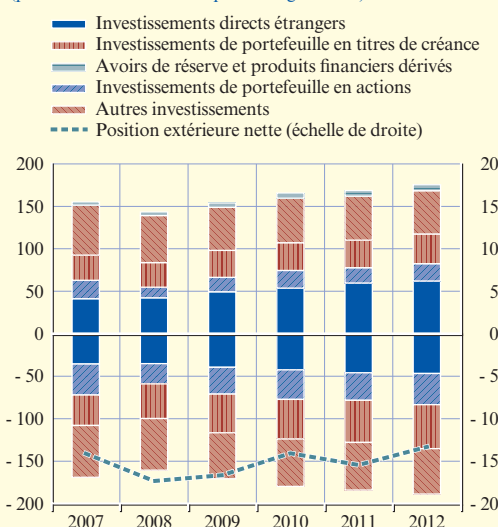
ÉVOLUTION DE LA POSITION EXTÉRIEURE DE LA ZONE EURO DEPUIS LE DÉBUT DE LA CRISE FINANCIÈRE

La position extérieure présente le total des avoirs des résidents de la zone euro en actifs étrangers (avoirs) et le total des actifs de la zone euro détenus par les non-résidents (engagements) à la fin de la période concernée. La position nette (avoirs moins engagements) mesure la position créditrice ou débitrice nette d'un pays ou d'un groupe de pays (comme la zone euro) vis-à-vis du reste du monde. Le présent encadré examine la position extérieure de la zone euro entre 2007 et 2012, afin d'en retracer les évolutions depuis le début de la crise financière¹.

Entre 2007 et 2012, les avoirs et engagements financiers extérieurs de la zone euro ont augmenté de 20 % du PIB environ (cf. graphique A). La ventilation présentée dans le graphique A montre que, fin 2012, les avoirs et engagements de la plupart des rubriques de la position extérieure dépassaient les niveaux observés en 2007, à l'exception des investissements de portefeuille en actions dont la position créditrice a enregistré une légère baisse, et des « autres investissements », qui se composent principalement de dépôts et de prêts, dont les positions créditrice et débitrice ont diminué. Ce dernier recul résulte pour l'essentiel du processus de désendettement du secteur des IFM depuis le début de la crise financière. L'augmentation des encours a été la plus prononcée pour les avoirs au titre des investissements directs étrangers (21 % du PIB) ainsi que pour les engagements au titre des

Graphique A Position extérieure de la zone euro et ventilation par instruments

(positions en fin d'année en pourcentage du PIB)



Source : BCE

Note : Les chiffres négatifs correspondent aux engagements de la zone euro et les chiffres positifs aux avoirs.

¹ La série complète des données relatives à la position extérieure nette, y compris la ventilation géographique, n'est disponible que jusqu'à fin 2012. Pour une analyse des évolutions récentes de la position extérieure nette d'un certain nombre de pays de la zone euro, cf. l'encadré intitulé *Engagements extérieurs nets dans une sélection de pays de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2013

investissements de portefeuille en titres de créance (16 % du PIB), cette dernière hausse résultant de l'augmentation de l'encours de titres de créance émis par les administrations publiques depuis 2009.

La position extérieure nette de la zone euro est demeurée négative et relativement stable entre 2007 et 2012. Après avoir fléchi de -14 % du PIB en 2007 à un point bas de -17 % du PIB en 2008, elle s'est redressée pour remonter à -13 % du PIB fin 2012. L'amélioration observée à compter de 2008 résulte essentiellement d'une progression de la position créditrice nette de la zone euro du point de vue des investissements directs, de 7 % du PIB en 2008 à 15 % du PIB en 2012. En outre, les avoirs de réserve ont légèrement augmenté, à 7 % du PIB, et la position débitrice nette au titre des autres investissements s'est quelque peu contractée, revenant à 3 % du PIB au cours de la même période. Ces évolutions ont été en partie contrebalancées par une hausse de la position débitrice nette des investissements de portefeuille (actions et titres de créance), qui a atteint 33 % du PIB en 2012, après 23 % du PIB en 2008².

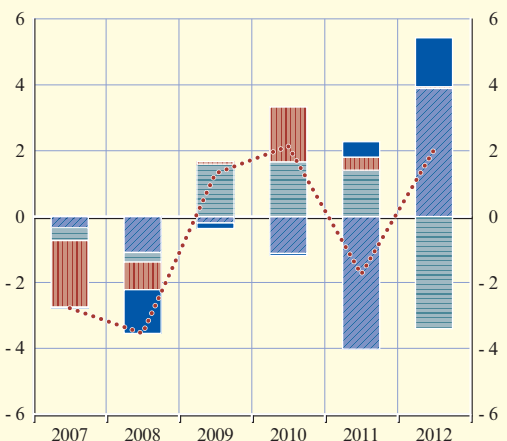
Trois facteurs expliquent les variations de la position extérieure nette : (a) les transactions financières nettes, (b) les effets de valorisation résultant de variations des taux de change et des prix d'actifs, et (c) les « autres » ajustements³. Avant que les positions extérieures ne commencent à augmenter rapidement dans les années quatre-vingt-dix, les transactions financières nettes (qui reflètent le solde du compte de transactions courantes) étaient les principaux déterminants de la position extérieure nette. Toutefois, les effets de valorisation et autres ajustements ont gagné en importance par la suite. Les transactions financières nettes des résidents de la zone euro avec le reste du monde ont suivi de près les évolutions du compte de transactions courantes de la zone euro à compter de 2007 (cf. graphique B). En 2008, lorsque la zone euro a enregistré un déficit courant, les transactions financières nettes ont eu un effet négatif sur la position extérieure nette. En 2011 et 2012, en revanche, l'augmentation de l'excédent courant de la zone euro et les sorties nettes de capitaux qui en ont résulté ont eu une incidence positive sur la position extérieure nette.

La zone euro a tendance à enregistrer des plus-values liées au taux de change en cas de dépréciation de l'euro, les avoirs extérieurs étant principalement libellés en devises étrangères, alors que les engagements extérieurs de la zone euro sont essentiellement libellés en euros. L'appréciation de l'euro, en termes effectifs nominaux, observée en 2007 et en 2008 a été associée à des moins-values de change sur les actifs de la zone euro (cf. graphique B), tandis que, durant les années où l'euro s'est globalement déprécié, des plus-values ont été observées, par exemple en 2010. Les effets de valorisation résultent également des mouvements des prix d'actifs. Ils dépendent de la performance des

Graphique B Ventilation des variations de la position extérieure nette de la zone euro

(positions en fin d'année en pourcentage du PIB)

■ Transactions financières
 ■ Effets de valorisation liés aux variations du taux de change
 ■ Effets de valorisation liés aux variations des prix d'actifs
 ■ Autres ajustements
 ● Variation totale des encours



Source : BCE

² Les composantes de la position extérieure étant exprimées en pourcentage du PIB, il y a un effet « croissance ». Cependant, les variations du PIB concernent l'ensemble des composantes.

³ Les « autres » ajustements recouvrent les reclassements, les dépréciations des entreprises et le changement de sources de données ou de modalités de calcul (champ couvert par l'enquête, par exemple).

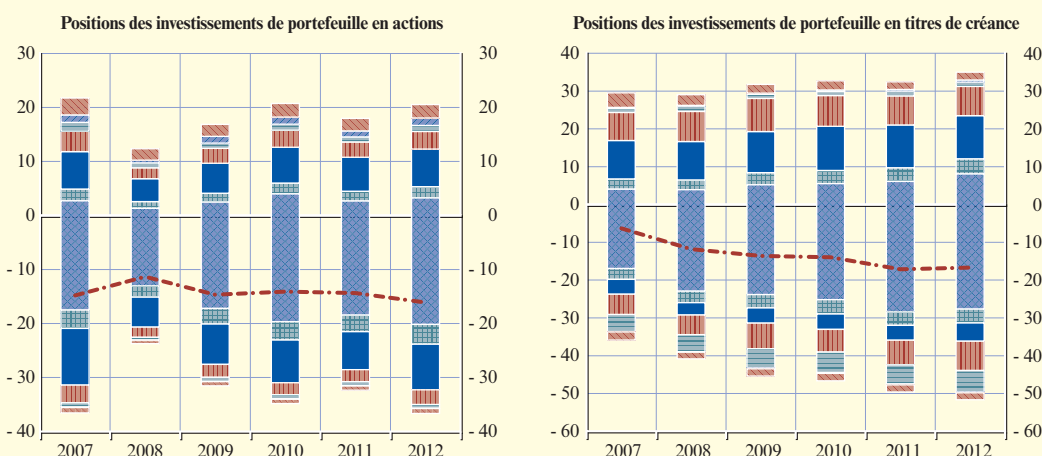
investissements de la zone euro à l'étranger par rapport à celle des actifs de la zone détenus par les investisseurs étrangers. En 2007 et 2008, les effets de valorisation induits par les prix d'actifs ont été relativement faibles, la valeur des avoirs et des engagements extérieurs de la zone euro évoluant de manière comparable. De 2009 à 2011, cependant, la zone euro a enregistré des plus-values provenant de l'évolution des prix d'actifs, les investissements à l'étranger des résidents de la zone affichant de meilleurs résultats que ceux des résidents étrangers dans la zone euro. À l'inverse, la zone euro a enregistré d'importantes moins-values en 2012 (3,4 % du PIB), l'amélioration générale de la situation sur les marchés financiers de la zone euro ayant entraîné une hausse de la valeur des investissements des non-résidents dans la zone supérieure aux plus-values enregistrées par les investisseurs de la zone euro sur leurs portefeuilles étrangers. En 2012, notamment, ces moins-values induites par les prix d'actifs ont contrebalancé et au-delà la contribution positive des transactions financières nettes, qui reflète l'excédent du compte de transactions courantes. La principale contribution à la variation de la position extérieure nette de la zone euro en 2011 et en 2012 est provenue, cependant, des « autres » ajustements, qui ont représenté - 4,0 % du PIB en 2011 et 3,9 % du PIB en 2012, et ont été liés principalement à l'introduction de nouvelles sources de données et modalités de calcul, développées par les organismes chargés des comptes nationaux en vue du passage aux nouvelles normes statistiques internationales fin 2014⁴.

La ventilation géographique des avoirs au titre des investissements de portefeuille en actions affiche une évolution plutôt stable depuis le début de la crise financière (cf. graphique C)⁵.

Graphique C Ventilation géographique des positions en investissements de portefeuille de la zone euro

(positions en fin d'année en pourcentage du PIB)

Améric du Nord
Royaume-Uni
Japon
Brésil, Inde et Russie
Centres financiers extraterritoriaux
Autres pays de l'UE et Suisse
Autres
Total net



Sources : BCE et *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS) du FMI

Notes : Les chiffres négatifs correspondent aux engagements de la zone euro, et les chiffres positifs aux avoirs. La Chine ne déclarant pas les avoirs au titre de ses investissements de portefeuille dans l'enquête du FMI, elle est incluse dans la rubrique « autres », calculée comme un résidu.

4 Pour de plus amples détails sur les nouvelles normes statistiques internationales, consulter la page dédiée du site internet de la BCE : <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/consolidated/html/index.en.html>

5 Les données nationales concernant les engagements liés aux placements en actions et en titres de créance sont tirées de l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (*Coordinated Portfolio Investment Survey* – CPIS) du FMI, tandis que les données relatives au total des avoirs et engagements hors zone euro et les données nationales concernant les avoirs sont établies par la BCE. Les pays et ensembles de pays inclus dans les calculs sont les suivants : la zone euro à dix-sept pays, les centres financiers extraterritoriaux, le Danemark, la Suède, le Royaume-Uni, les autres pays de l'UE, la Suisse, le Canada, les États-Unis, le Japon, le Brésil, l'Inde et la Russie. De plus amples informations sur les détails géographiques de la position extérieure de la zone euro sont présentées dans le tableau 9 de la section 7.3 de la partie *Statistiques de la zone euro* du *Bulletin mensuel* et dans le *Statistical Data Warehouse* (entrepôt de données statistiques) de la BCE.

La distribution géographique des engagements sur actions a considérablement changé, cependant, avec l'augmentation des investissements du groupe résiduel de pays (« autres »)⁶. Après avoir diminué en 2008, la position débitrice nette de la zone euro au titre des investissements de portefeuille en actions a augmenté de 5 points de pourcentage, atteignant environ 16 % du PIB en 2012.

S'agissant des instruments de dette, les avoirs au titre des investissements de portefeuille des résidents de la zone euro ont continué de faire l'objet de placements en Amérique du Nord essentiellement (surtout aux États-Unis) à partir de 2007, alors que durant la période comprise entre 2008 et 2012, les « autres » pays ont également enregistré une hausse de ces investissements, devenant ainsi la deuxième destination la plus importante pour les placements en titres de créance de la zone euro à la fin de la période⁷. Les évolutions constatées du côté des engagements liés aux titres de créance de la zone euro ont également été dominées par les « autres » pays, le Royaume-Uni et l'Amérique du Nord jouant un rôle plutôt limité. En effet, à compter de 2008, les investissements des résidents des « autres » pays ont représenté plus de la moitié du total des engagements liés aux titres de créance dans la zone euro.

6 Le groupe des « autres » pays recouvre la Chine et l'ensemble des principaux pays producteurs de pétrole, à l'exception de la Russie, et est calculé sous forme de donnée résiduelle du total des données hors zone euro.

7 L'incidence des centres financiers extraterritoriaux, déjà faible, a encore diminué au cours de la période sous revue.

2.2 ÉMISSIONS DE TITRES

En octobre 2013, les émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro ont continué de se contracter en rythme annuel. En revanche, la progression annuelle des émissions de titres de créance par les sociétés non financières s'est maintenue à des niveaux historiquement élevés. Les émissions d'actions cotées sont restées soutenues dans le cas des IFM.

TITRES DE CRÉANCE

En octobre 2013, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro est demeuré négatif, à -0,9 %, après -0,6 % le mois précédent (cf. tableau 6). Les évolutions d'un secteur à l'autre ont été contrastées. Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance est passé de 9,8 % en septembre à 10,0 % en octobre dans le cas des sociétés non financières. Il s'est maintenu à -9,0 % en ce qui concerne les IFM. Par ailleurs, le rythme de

Tableau 6 Titres émis par les résidents de la zone euro

Secteur émetteur	Encours (en milliards d'euros) 2013 Octobre	Taux de croissance annuels ¹⁾					
		2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 Sept.	2013 Oct.
Titres de créance	16 482	2,8	0,7	-0,1	-0,7	-0,6	-0,9
IFM	4 974	0,9	-3,6	-6,5	-8,7	-9,0	-9,0
Institutions financières non monétaires	3 213	0,3	0,7	-0,4	1,2	2,2	1,3
Sociétés non financières	1 075	12,9	13,4	11,5	10,0	9,8	10,0
Administrations publiques	7 221	4,1	2,6	3,6	3,4	3,3	3,0
dont :							
Administrations centrales	6 551	3,6	2,6	4,0	4,2	4,1	3,8
Autres administrations publiques	670	9,1	2,4	-0,6	-3,8	-3,8	-4,1
Actions cotées	5 407	1,0	0,8	0,6	1,1	1,0	1,1
IFM	557	5,2	3,0	2,5	7,8	7,8	7,7
Institutions financières non monétaires	445	2,6	2,6	2,6	1,6	0,7	0,9
Sociétés non financières	4 405	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4

Source : BCE

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

progression annuel des émissions de titres de créance par les administrations publiques s'est ralenti, à 3,0 %, après 3,3 % en septembre. De même, les émissions de titres de créance par les institutions financières non monétaires ont fléchi en octobre, leur taux de croissance annuel s'établissant à 1,3 %, après 2,2 % le mois précédent.

S'agissant des évolutions en termes de catégories de titres, la contraction annuelle des émissions de titres de créance à court terme s'est légèrement accentuée en octobre (à -12,8 %, contre -12,2 % en septembre), tandis que le repli des émissions de titres de créance à long terme était légèrement plus prononcé (à -0,3 %, contre -0,2 % en septembre). L'activité de refinancement est restée concentrée sur le compartiment à long terme du marché, notamment à taux fixe. Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux fixe s'est maintenu à 2,3 % en octobre, tandis que le rythme annuel de variation des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux variable est demeuré négatif, comme lors des quatorze mois précédents, enregistrant une nouvelle baisse de 0,2 point de pourcentage, pour s'inscrire à -8,1 % en octobre.

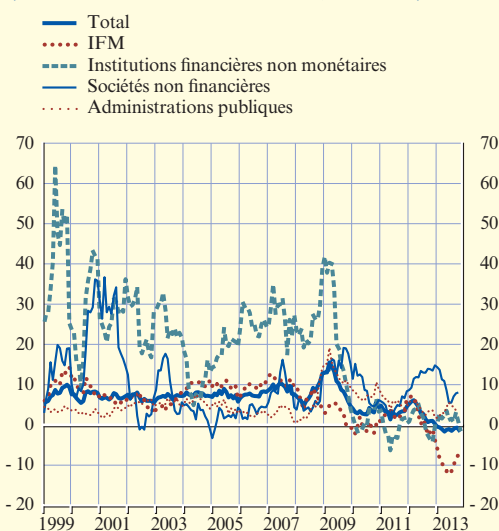
S'agissant de la tendance à court terme, le taux de croissance annualisé sur six mois des émissions de titres de créance s'est établi à -0,6 % en octobre, en recul de 0,4 point de pourcentage par rapport à son niveau de septembre (cf. graphique 7). Sur la même période, le taux correspondant est revenu de 3,0 % à -0,3 % dans le cas des institutions financières non monétaires et de 3,6 % à 3,2 % pour les administrations publiques. La contraction marquée des émissions de titres par les IFM s'est légèrement atténuée, revenant de -8,5 % en septembre à -7,4 % en octobre. À l'inverse, le taux de croissance annualisé sur six mois des émissions de titres de créance par les sociétés non financières a augmenté, passant de 7,9 % à 8,1 %.

ACTIONS COTÉES

En octobre 2013, le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro a progressé de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 1,1 % (cf. graphique 8).

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

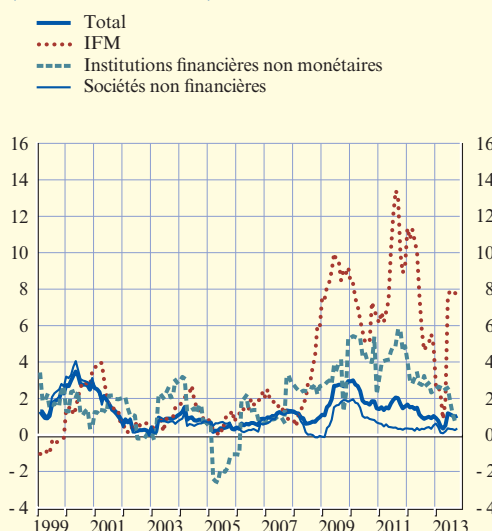
(taux de croissance annualisés sur six mois ; données cvs)



Source : BCE

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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

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

Le rythme de progression annuel des émissions d'actions s'est accentué de 0,1 point de pourcentage, à 0,4 %, pour les sociétés non financières, et de 0,2 point de pourcentage, à 0,9%, pour les institutions financières non monétaires. S'agissant des émissions d'actions par les IFM, le taux de croissance annuel est resté élevé, à 7,7%, soit 0,1 point de pourcentage de moins que le mois précédent, reflétant la poursuite du renforcement de leur assise en fonds propres.

2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

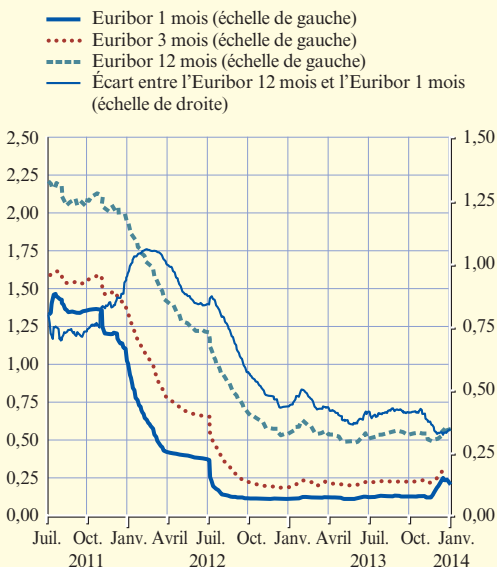
En décembre 2013, les taux d'intérêt du marché monétaire ont augmenté, dans le contexte d'une demande accrue de volants de liquidité à titre de précaution à l'approche de la fin de l'année. Début 2014, cependant, les tensions sur ces taux se sont atténuées avec la diminution de la demande de liquidité. Depuis le début de la douzième période de constitution de réserves, la volatilité de l'Eonia et des taux du marché monétaire a été élevée.

Les taux du marché monétaire en blanc ont augmenté en décembre 2013, avant de diminuer début 2014, tout en demeurant à des niveaux supérieurs à ceux qui avaient été observés le 4 décembre 2013. Le 8 janvier 2014, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissaient à, respectivement, 0,20 %, 0,28 %, 0,38 % et 0,55 %, soit 2, 4, 5 et 5 points de base au-dessus des niveaux observés le 4 décembre 2013. Ainsi, l'écart entre l'Euribor 12 mois et l'Euribor 1 mois – un indicateur de la pente de la courbe des taux monétaires – a augmenté de 3 points de base, pour s'établir à 35 points de base le 8 janvier 2014 (cf. graphique 9).

Les taux d'intérêt implicites tirés des prix des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois d'échéances mars, juin, septembre et décembre 2014 ont progressé, respectivement, de 6, 5, 5 et 7 points de base par rapport aux niveaux observés le 4 décembre 2013, pour se situer à 0,31 %, 0,32 %, 0,34 % et 0,39 % le 8 janvier 2014. Le taux du *swap* Eonia à 3 mois s'établissait à 0,16 % à cette même date,

Graphique 9 Taux d'intérêt du marché monétaire

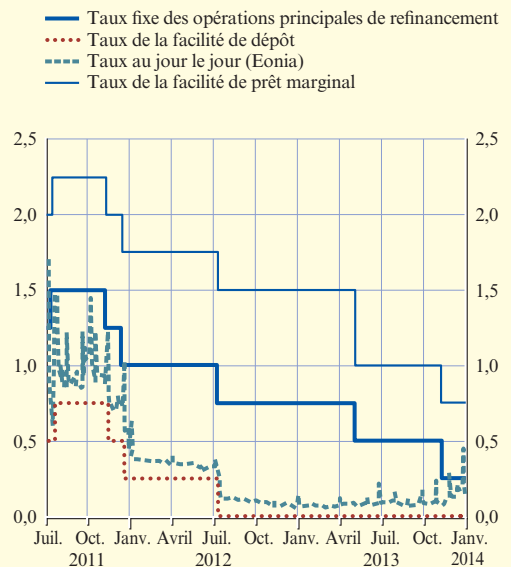
(en pourcentage annuel ; écart en points de pourcentage ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

soit 3 points de base de plus que le 4 décembre 2013. L'écart entre le taux Euribor correspondant et ce taux a ainsi augmenté de 1 point de base.

Entre le 4 décembre et la fin de la onzième période de constitution de réserves de 2013, le 10 décembre, l'Eonia a continué de s'établir à des niveaux proches de 0,13 %, dans un contexte d'excédent de liquidité moins important et de diminution de la fragmentation du marché. Depuis le début de la douzième période de constitution, l'Eonia a augmenté dans le contexte d'une demande accrue de volants de liquidité à titre de précaution à l'approche de la fin de l'année, présentant une volatilité accrue dans une fourchette comprise entre 0,14 % et 0,22 % (cf. graphique 10). Le 31 décembre, l'Eonia a enregistré un pic à 0,45 % avant de revenir à des niveaux compris entre 0,10 % et 0,15 % début janvier 2014.

Entre le 4 décembre 2013 et le 8 janvier 2014, l'Eurosystème a conduit plusieurs opérations de refinancement. Lors des opérations principales de refinancement de la douzième période de constitution, effectuées les 10, 17, 23 et 30 décembre 2013 et le 7 janvier 2014, l'Eurosystème a alloué, respectivement, 98,5 milliards, 118,9 milliards, 133,6 milliards, 168,7 milliards et 112,5 milliards d'euros. L'Eurosystème a également procédé à deux opérations de refinancement à plus long terme en décembre, toutes deux sous la forme d'appels d'offres à taux fixe et servies intégralement : une opération de refinancement exceptionnelle le 10 décembre, dont l'échéance correspondait à la durée d'une période de constitution de réserves (pour une allocation de 10,1 milliards d'euros) et une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois le 18 décembre (pour une allocation de 20,9 milliards d'euros).

De plus, l'Eurosystème a effectué cinq opérations de retrait de liquidité à une semaine sous la forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission maximal de 0,25 %, les 10, 17, 23 et 30 décembre 2013 et le 7 janvier 2014. La première et la dernière de ces opérations ont permis à la BCE d'absorber un montant correspondant à celui des achats effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (qui s'est établi à 179 milliards d'euros le 8 janvier 2014 en raison de l'arrivée à échéance de quelque 5 milliards d'euros de titres depuis le 4 décembre 2013). Dans le contexte d'une demande de volants de liquidité à titre de précaution vers la fin de l'année, l'Eurosystème a retiré 152,3 milliards d'euros, 139,8 milliards et 104,8 milliards lors des opérations effectuées, respectivement, les 17, 23 et 30 décembre 2013.

En outre, les contreparties ont opté pour un remboursement anticipé, sur une base hebdomadaire, des fonds alloués dans le cadre des opérations à long terme d'une durée de trois ans du 21 décembre 2011 et du 29 février 2012. Au 8 janvier 2014, un montant total de 446,4 milliards d'euros avait été remboursé depuis le 30 janvier 2013. Sur ce montant, 259,5 milliards d'euros se rapportaient à l'opération de refinancement du 21 décembre 2011 et les 186,9 milliards d'euros restants à celle du 29 février 2012. Par conséquent, sur les 523 milliards d'euros de liquidités nettes injectées à l'origine lors des deux opérations à long terme d'une durée de trois ans, 85 % environ ont été remboursés jusqu'à présent.

L'excédent de liquidité a continué de régresser au cours de la onzième période de constitution de réserves de 2013, ressortant en moyenne à 165,1 milliards d'euros, contre 193,1 milliards lors de la période de constitution précédente. La baisse du niveau moyen de l'excédent de liquidité au cours de la onzième période de constitution s'explique essentiellement par une diminution du volume des opérations d'*open market*, qui a représenté 70 % environ de la baisse de 28 milliards d'euros (notamment en raison des remboursements au titre des opérations de refinancement à long terme), le reliquat étant principalement imputable à une augmentation des facteurs autonomes. Alors que la moyenne du recours quotidien à la facilité de dépôt a baissé pour ressortir à 48,3 milliards d'euros au cours de la onzième période de constitution de réserves, contre 52,1 milliards lors de la précédente période de constitution, l'excédent

détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants a diminué, revenant en moyenne de 141,1 milliards à 116,9 milliards. Au cours de la douzième période de constitution de réserves de l'année, l'excédent de liquidité a d'abord augmenté pour atteindre des niveaux allant jusqu'à 280 milliards d'euros environ, en raison essentiellement d'une augmentation des opérations d'*open market* en cours dans le contexte d'une demande accrue de volants de liquidité à titre de précaution à l'approche de la fin de l'année. Néanmoins, le 8 janvier 2014, l'excédent de liquidité est revenu à 156,7 milliards d'euros en raison d'une diminution du recours à l'opération principale de refinancement et d'une stérilisation complète des rachats réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres par l'opération de retrait de liquidité, opérations qui ont toutes deux été allouées le 7 janvier¹.

2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les rendements des emprunts publics de la zone euro et des États-Unis ont augmenté en décembre 2013 et début janvier 2014, principalement sous l'effet de la publication de données favorables relatives à l'économie américaine et de la décision du Comité fédéral de l'open market (FOMC) concernant la réduction progressive de ses achats d'actifs. Les écarts de rendement des obligations souveraines se sont légèrement réduits dans la plupart des pays de la zone euro. L'incertitude planant sur les évolutions futures des marchés obligataires a diminué de part et d'autre de l'Atlantique. Les indicateurs financiers des anticipations d'inflation à long terme ont légèrement augmenté dans la zone euro, mais ils demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix.

Entre fin novembre 2013 et le 8 janvier 2014, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA ont augmenté de quelque 19 points de base pour s'établir à 2,1 % environ (cf. graphique 11). Aux États-Unis, sur la même période, les rendements des emprunts publics à long terme ont progressé de quelque 25 points de base pour s'établir à 3,0 % environ le 8 janvier. Au Japon, les rendements des emprunts publics à dix ans se sont inscrits en hausse de près de 10 points de base, s'établissant à 0,7 % environ à la fin de la période sous revue.

En décembre, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA se sont légèrement accrus, reflétant principalement la réaction à la publication de données économiques robustes relatives aux États-Unis et à la décision du FOMC du 18 décembre de réduire ses achats d'actifs. Jusqu'à la fin de la période sous revue, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro notés AAA sont demeurés pratiquement inchangés.

Aux États-Unis, les rendements des emprunts à long terme ont augmenté légèrement plus que dans la zone euro et ont affiché des fluctuations légèrement plus importantes au cours de la période sous revue. En plus des facteurs précédemment

Graphique 11 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



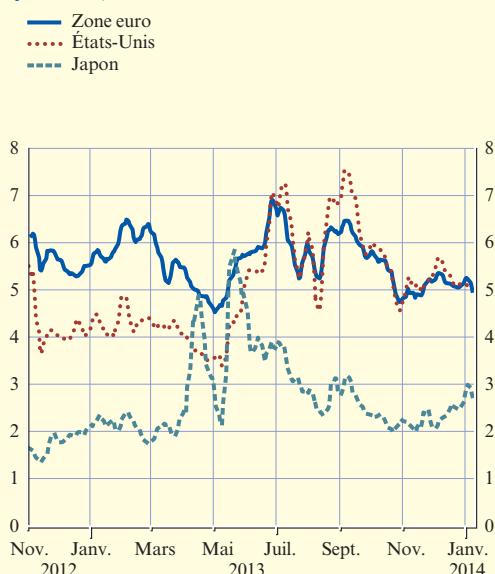
Sources : EuroMTS, BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

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

¹ Cf. également l'article intitulé *Évolutions récentes de l'excédent de liquidité et des taux du marché monétaire* du présent *Bulletin mensuel*

Graphique 12 Volatilité implicite du marché des emprunts publics

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

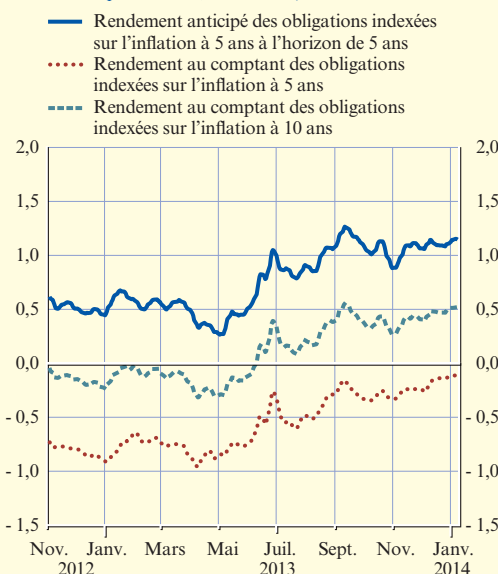


Source : Bloomberg

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

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

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



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

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

mentionnés, cette évolution reflète également l'incertitude entourant l'accord budgétaire. Toutefois, cette incertitude s'est dissipée avec la conclusion d'un accord sur le budget le 12 décembre.

L'incertitude des investisseurs relative aux évolutions à court terme sur les marchés obligataires, mesurée par la volatilité implicite tirée des options sur les cours des obligations, a légèrement diminué de part et d'autre de l'Atlantique au cours de la période sous revue (cf. graphique 12), sous l'effet, notamment, de la publication de données favorables, de l'accord budgétaire conclu aux États-Unis et de la décision du FOMC du 18 décembre concernant les achats d'actifs. Début janvier, la volatilité implicite s'établissait à 4,8 % environ dans la zone euro et à 5,0 % aux États-Unis.

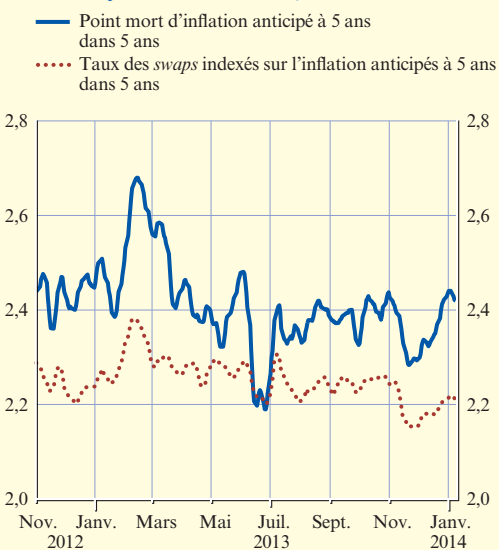
Les écarts de rendement des obligations souveraines au sein de la zone euro se sont légèrement resserrés dans la plupart des pays. Au cours de la période sous revue, les rendements des obligations à long terme ont augmenté dans les pays les mieux notés de la zone euro et diminué dans la plupart des pays en difficulté. Les écarts vis-à-vis des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) se sont réduits ou sont restés pratiquement inchangés dans la plupart des pays de la zone euro.

Les évolutions des rendements obligataires réels, mesurés par les rendements des emprunts publics indexés sur l'inflation², ont suivi étroitement celles des rendements obligataires nominaux décrites précédemment.

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

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

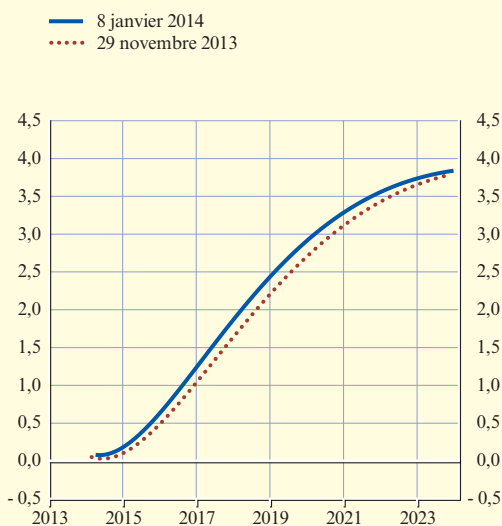
(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes ; données cvs)



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

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE, euroMTS (données sous-jacentes) et Fitch Ratings (notations)
 Notes : La courbe des rendements implicites 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.

Les rendements réels des obligations à dix ans ont augmenté de 9 points de base environ pour s'inscrire à quelque 0,5 % le 8 janvier, tandis que les rendements réels des obligations à cinq ans ont enregistré une remontée de l'ordre de 14 points de base pour s'inscrire à - 0,1 % environ (cf. graphique 13). En conséquence, dans la zone euro, les taux d'intérêt réels anticipés à long terme (à cinq ans dans cinq ans) ont augmenté de quelque 4 points de base, ressortant à 1,1 % environ à la fin de la période sous revue.

Les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro ont légèrement progressé sur cette période. Les points morts d'inflation anticipés à cinq ans et à dix ans tirés des obligations indexées sur l'inflation ont augmenté pour s'établir, respectivement, à 1,2 % et 1,8 % environ. Par conséquent, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a augmenté de 16 points de base, atteignant 2,45 % début janvier (cf. graphique 14). Le taux anticipé à long terme des *swaps* indexés sur l'inflation a légèrement augmenté au cours de la période sous revue, s'inscrivant à 2,2 % le 8 janvier. Dans l'ensemble, en tenant compte à la fois de la prime de risque d'inflation et de la prime de liquidité, les indicateurs fondés sur le marché laissent penser que les anticipations d'inflation demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix ³.

La structure par termes des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés dans la zone euro s'est légèrement déplacée vers le haut entre fin novembre et début janvier, principalement pour les

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

obligations d'échéances allant du moyen au long terme (cf. graphique 15). Cela indique que les anticipations relatives aux niveaux futurs des taux d'intérêt à court terme, et, peut-être, aux niveaux des primes de risque associées, ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue.

Sur cette période, les écarts de rendement des obligations des sociétés les mieux notées émises par les sociétés financières de la zone euro (par rapport à l'indice des emprunts publics notés AAA de l'UEM établi par Merrill Lynch) sont restés pratiquement inchangés pour les catégories de notation supérieures et ont légèrement diminué pour les catégories de notation inférieures. S'agissant des sociétés non financières, les écarts de rendement ont légèrement augmenté pour les catégories de notation supérieures et ont diminué pour les catégories de notation inférieures. Au total, les écarts de rendement des obligations du secteur privé pour la plupart des classes de notation sont restés inférieurs aux niveaux observés début 2013.

2.5 TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX PRÊTS ET AUX DÉPÔTS

En novembre 2013, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts consentis aux ménages ont augmenté sur les échéances tant courtes que longues, tandis que ceux des prêts accordés aux sociétés non financières ont affiché des évolutions contrastées. Les écarts de taux débiteurs par rapport aux taux de marché se sont quelque peu accentués en novembre, sauf pour les prêts de montant élevé assortis d'échéances longues.

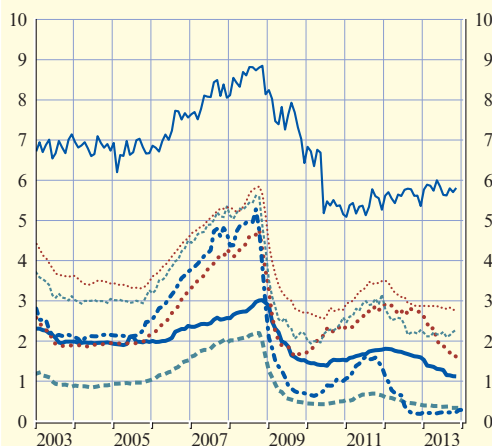
En novembre 2013, les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts à court terme des sociétés non financières et des ménages ont diminué. Les taux d'intérêt à court terme appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages se sont accrus de 1 point de base pour s'établir à 2,8 % en novembre, et ceux appliqués aux crédits à la consommation ont augmenté de 11 points de base, ressortant à 5,8 %. En ce qui concerne les sociétés non financières, les taux d'intérêt à court terme appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million d'euros) ont augmenté de 6 points de base, à 2,3 %, et ceux appliqués aux prêts de faible montant (inférieur à 1 million d'euros) ont diminué de 2 points de base, à 3,8 % (cf. graphique 16). Par conséquent, l'écart entre les taux à court terme appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières et les taux correspondants appliqués aux prêts de montant élevé a diminué en novembre, s'établissant à 156 points de base. L'ampleur de cet écart indique toujours que les conditions de financement des petites et moyennes entreprises demeurent plus tendues que celles des grandes entreprises.

Dans l'ensemble, l'Euribor 3 mois étant demeuré globalement inchangé en novembre, l'écart entre

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

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

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



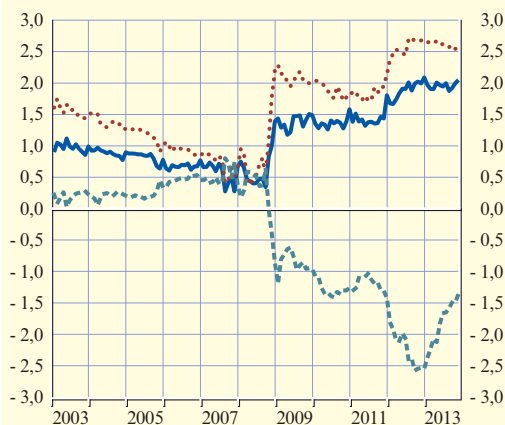
Source : BCE

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

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

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

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



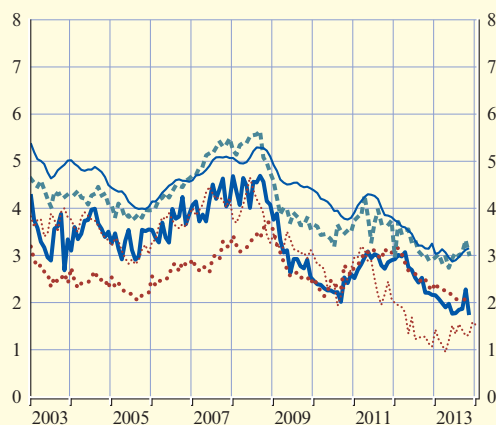
Source : BCE

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

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

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)

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



Source : BCE

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

les taux à court terme appliqués par les IFM aux prêts consentis aux ménages et le taux du marché monétaire à 3 mois s'est légèrement accru, pour s'inscrire à 255 points de base, tandis que l'écart correspondant pour les taux à court terme des prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières s'est creusé, atteignant 205 points de base (cf. graphique 17).

Les taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM aux prêts au logement accordés aux ménages et aux prêts consentis aux sociétés non financières sont restés globalement stables depuis début 2013. Les réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE, ainsi que l'incidence des mesures non conventionnelles de politique monétaire mises en œuvre ou annoncées par la BCE, se répercutent progressivement sur les taux débiteurs bancaires. Dans le même temps, la fragmentation financière et la morosité du climat économique continuent d'exercer des tensions à la hausse sur les taux débiteurs des banques dans certains pays de la zone euro.

S'agissant des échéances à plus long terme, les taux appliqués par les IFM aux dépôts à long terme des ménages et des sociétés non financières ont légèrement augmenté dans l'ensemble en novembre. De façon plus détaillée, les taux d'intérêt ont progressé de 1 point de base, à 2,2 %, dans le cas des ménages et reculé de 46 points de base, à 1,8 %, dans celui des sociétés non financières. Les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement à long terme octroyés aux ménages ont augmenté de 3 points de base, à 3,2 %, en novembre. De la même façon, les taux appliqués aux prêts à

long terme de faible montant consentis aux sociétés non financières se sont accrus de 5 points de base, à 3,4 %, tandis qu'ils ont diminué de 30 points de base, à 3,0 %, pour les prêts de montant élevé (cf. graphique 18). Par conséquent, l'écart entre les taux à long terme appliqués aux prêts de faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé, pratiquement nul en octobre, s'est à nouveau creusé en novembre, à 34 points de base. Les rendements des emprunts publics à sept ans notés AAA ayant augmenté de 2 points de base en novembre, à 1,3 %, les écarts entre les taux débiteurs à long terme et ces rendements se sont légèrement creusés, tant pour les prêts au logement que pour les prêts de faible montant accordés aux sociétés non financières, tandis qu'ils se sont atténués dans le cas des prêts de montant élevé consentis aux sociétés non financières.

Depuis début 2013, l'écart entre les taux débiteurs à long terme et les rendements des emprunts publics à sept ans notés AAA a varié entre 170 et 250 points de base dans le cas des prêts aux sociétés non financières et entre 140 et 210 points de base dans celui des prêts consentis aux ménages. Les écarts se sont toutefois réduits par rapport aux niveaux enregistrés en 2012.

2.6 MARCHÉS BOURSISERS

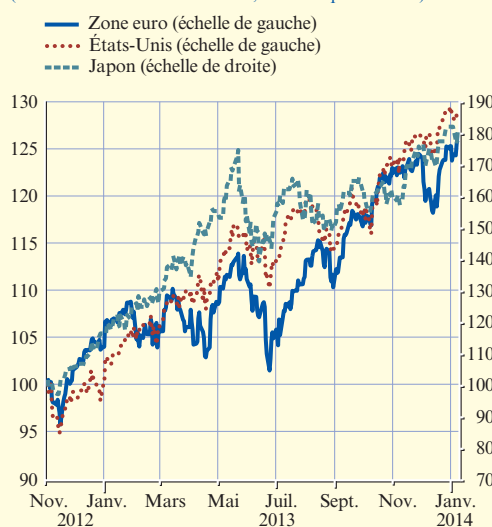
Entre fin novembre 2013 et le 8 janvier 2014, les cours boursiers se sont appréciés de quelque 1 % dans la zone euro et de 2 % environ aux États-Unis. Les évolutions des marchés boursiers ont été affectées par de possibles prises de bénéfices anticipées à l'approche de la fin d'année, par des publications de données économiques positives pour l'économie américaine et par l'incertitude entourant l'accord budgétaire aux États-Unis ainsi que par le calendrier et l'ampleur du revirement de la politique d'assouplissement monétaire du Système fédéral de réserve. À l'issue de la réunion du FOMC le 18 décembre, les cours boursiers ont progressé de part et d'autre de l'Atlantique. L'incertitude sur les marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, s'est légèrement accrue dans la zone euro mais est demeurée globalement inchangée aux États-Unis.

Au cours de la période sous revue, les cours boursiers se sont légèrement appréciés sur les principaux marchés. Entre fin novembre 2013 et le 8 janvier 2014, les cours boursiers dans la zone euro, mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, ont augmenté de 1 % environ. Sur la même période, les cours boursiers aux États-Unis, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont progressé de quelque 2 %. Au Japon, les cours boursiers, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont enregistré une hausse de l'ordre de 3 % (cf. graphique 19).

Durant la première semaine de décembre, les cours boursiers ont diminué dans la zone euro, ce recul reflétant probablement des prises de bénéfices anticipées à l'approche de la fin d'année. Durant le reste de la période sous revue les cours boursiers n'ont que faiblement fluctué dans la zone euro et ont enregistré une légère hausse après la décision du FOMC du 18 décembre de réduire progressivement ses achats d'actifs. Tandis que les

Graphique 19 Indices boursiers

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



Source : Thomson Reuters

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

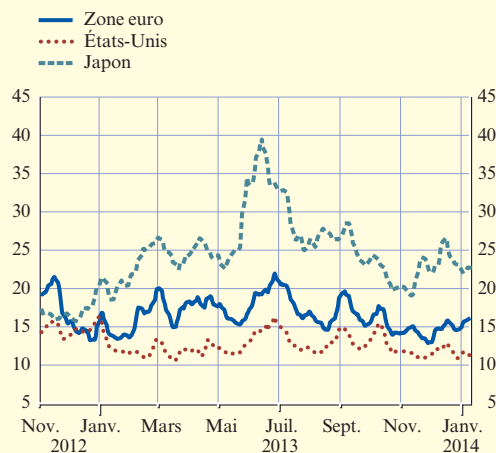
données économiques publiées ont été quelque peu contrastées dans la zone euro, elles ont été relativement positives aux États-Unis. Cette évolution s'est reflétée dans une certaine mesure sur les marchés boursiers américains. En outre, les cours boursiers américains ont également été influencés par l'incertitude entourant l'accord budgétaire et le calendrier du revirement de la politique d'assouplissement monétaire du Système fédéral de réserve. À l'issue de la réunion de décembre du FOMC, les cours boursiers ont augmenté, affichant une moindre volatilité durant la deuxième partie de la période sous revue.

Dans la zone euro, les hausses des cours boursiers ont concerné la plupart des secteurs et des pays. Les cours des valeurs financières ont progressé de 5 %, tandis que ceux des valeurs non financières sont restés globalement inchangés, le secteur des services collectifs et celui du pétrole et du gaz accusant le plus fort retard en termes de performances. Aux États-Unis, les variations des cours boursiers ont été globalement comparables d'un secteur à l'autre, les cours des valeurs financières augmentant un peu plus que ceux des valeurs non financières. Au Japon, les hausses de cours ont également concerné l'ensemble des secteurs, mais elles ont été légèrement plus marquées dans le secteur financier que dans le secteur non financier.

L'incertitude sur les marchés boursiers de la zone euro, mesurée par la volatilité implicite, s'est légèrement accrue, passant de quelque 13 % fin novembre 2013 à 16 % environ le 8 janvier 2014 (cf. graphique 20). Aux États-Unis, elle est demeurée globalement inchangée, de l'ordre de 11 % environ sur la même période. Ces évolutions globales masquent une atténuation de l'incertitude sur les marchés boursiers dans les deux zones économiques après la décision du FOMC du 18 décembre. La volatilité implicite a également peu varié dans l'ensemble au Japon, demeurant relativement élevée par rapport aux années précédentes.

Graphique 20 Volatilité implicite des marchés boursiers

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



Source : Bloomberg

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

3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,8 % en décembre 2013, après 0,9 % en novembre. Cette évolution, globalement conforme aux prévisions, a reflété un ralentissement de la hausse des prix des services. Sur la base des cours actuels des contrats à terme sur l'énergie, l'inflation, en rythme annuel, devrait demeurer proche des niveaux actuels au cours des prochains mois. À moyen terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester contenues dans la zone euro. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et à long terme pour la zone euro continuent d'être solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %. Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix continuent d'être considérés comme globalement équilibrés à moyen terme.

3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

La hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est ralentie, revenant de 2,5 %, en moyenne, en 2012 à 1,3 % en 2013 (sur la base de l'estimation rapide d'Eurostat pour décembre 2013). Cette évolution est essentiellement attribuable à la forte décélération de la hausse des prix de l'énergie, revenue à 0,6 % en moyenne en 2013, par rapport aux niveaux à deux chiffres observés en 2011 et sur une partie de 2012. Ces derniers mois, le recul rapide de la hausse annuelle des prix des produits alimentaires par rapport aux niveaux élevés enregistrés plus tôt dans l'année a encore contribué à la réduction de l'inflation globale. Si l'on exclut les composantes volatiles que sont les produits alimentaires et l'énergie, la hausse de l'IPCH s'est également atténuée pour s'établir à 1,1 % en moyenne en 2013, reflétant un contexte de faible activité économique.

S'agissant des dernières données, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH global est revenue de 0,9 % en novembre à 0,8 % en décembre. Ce recul reflète essentiellement des évolutions opposées de la hausse des prix de l'énergie et des prix des services, l'accentuation de la première pouvant être attribuée à un effet de base haussier ainsi qu'à une augmentation du taux mensuel et le fléchissement de la seconde étant imputable à la dissipation de l'incidence liée à la modification, en novembre dernier, des pratiques de collecte des prix pour la mesure de l'IPCH en Allemagne (cf. tableau 7).

Un examen plus détaillé des résultats de l'estimation rapide d'Eurostat pour les principales composantes de l'IPCH fait apparaître que la variation des prix de l'énergie s'est inscrite à 0,0 % en décembre 2013, après des taux de variation annuels négatifs de - 1,1 % et - 1,7 %, respectivement,

Tableau 7 Évolution des prix

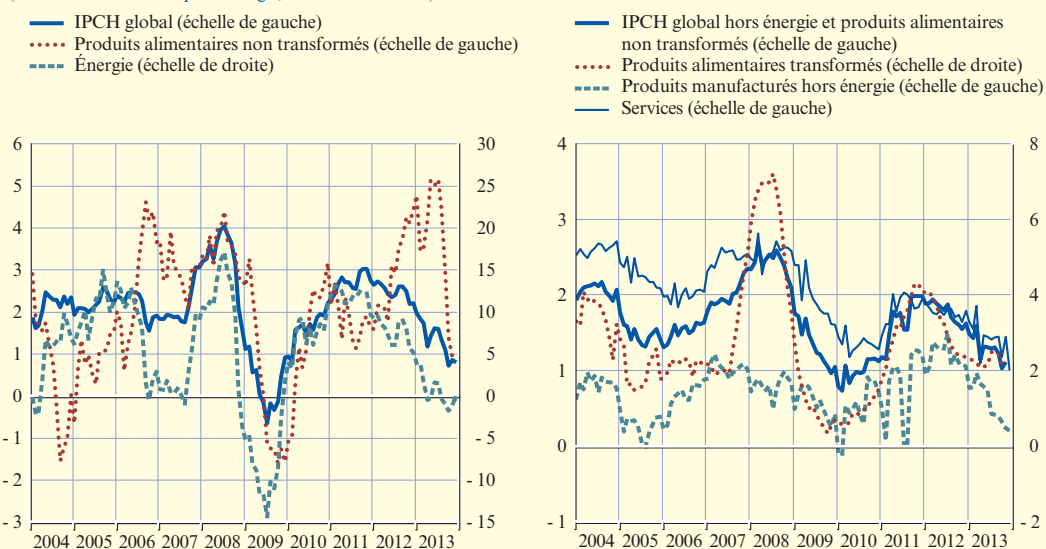
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)								
	2012	2013	2013 Juillet	2013 Août	2013 Sept.	2013 Oct.	2013 Nov.	2013 Déc.
IPCH et composantes ¹⁾								
Indice global	2,5	1,3	1,6	1,3	1,1	0,7	0,9	0,8
Énergie	7,6	0,6	1,6	- 0,3	- 0,9	- 1,7	- 1,1	0,0
Produits alimentaires	3,1	2,7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

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

1) La hausse de l'IPCH et de ses composantes (hors produits alimentaires transformés et non transformés) en décembre 2013 correspond à une estimation rapide d'Eurostat.

Graphique 21 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



en novembre et en octobre. Cette progression reflète dans une large mesure des effets de base. En novembre, dernier mois pour lequel une ventilation détaillée est disponible, la hausse du taux de variation annuel de la composante énergie a reflété, en particulier, un recul moins prononcé, en rythme annuel, des prix des carburants automobiles et des autres combustibles liquides, tandis que la croissance annuelle des prix de l'électricité et du gaz a légèrement fléchi.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat pour l'ensemble de la composante produits alimentaires, la hausse des prix des produits alimentaires transformés et non transformés considérés globalement s'est légèrement accentuée, passant à 1,8 % en décembre 2013, après 1,6 % en novembre. Aucune information officielle n'est encore disponible pour décembre s'agissant de la ventilation de la composante produits alimentaires. En novembre, la hausse des prix des produits alimentaires non transformés s'est ralentie, revenant à 0,9 % après 1,4 % en octobre, sous l'effet de la baisse des taux de variation annuels des prix de la viande et des fruits. La hausse des prix des produits alimentaires non transformés s'étant inscrite au-dessus de 5 % entre mai et juillet, le recul constaté ces tout derniers mois indique que l'envolée récente des prix des produits alimentaires se dissipe rapidement. En particulier, les taux de variation annuels des prix des fruits et des légumes sont ressortis à, respectivement, 0,9 % et -0,7 % en novembre après avoir atteint un pic à 11,3 % en juillet pour les fruits et à 9 % en juin pour les légumes. La hausse des prix des produits alimentaires transformés a également poursuivi son recul, revenant à 2,0 % en novembre, sous l'effet notamment de l'atténuation de la croissance annuelle du prix du pain et des céréales. L'augmentation annuelle du prix du tabac est demeurée inchangée.

Si l'on exclut les composantes volatiles que sont les produits alimentaires et l'énergie, la hausse de l'IPCH s'est également modérée en 2013, mais dans une mesure moindre que l'inflation globale. Alors qu'elle ressortait à 1,5 %, en moyenne, en 2012, elle est redescendue à des taux inférieurs à 1,0 % au cours des derniers mois pour s'établir à 0,7 % en décembre, selon l'estimation rapide d'Eurostat. Si l'on exclut ces deux composantes volatiles, le panier de l'IPCH comporte deux grandes composantes, les produits manufacturés hors énergie et les services, dont les taux de variation annuels ont diminué au cours des derniers mois. L'incidence limitée, dans un premier temps, du relèvement de

la TVA intervenu en Italie le 1^{er} octobre 2013 a contribué à maintenir la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie et des services à un niveau moins élevé que prévu. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie est restée inchangée en décembre, à 0,2 %. En novembre, elle avait été anormalement faible, reflétant principalement la baisse des taux de croissance annuels des biens semi-durables, comme l'habillement en particulier, sous l'effet de la chute des prix en Grèce à l'issue des soldes de mi-saison.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse des prix des services est revenue à 1,0 % en décembre, après 1,4 % et 1,2 %, respectivement, en novembre et en octobre. La forte volatilité de la composante services constatée au cours des deux derniers mois résulte essentiellement des modifications indiquées précédemment dans les pratiques de collecte des prix pour la mesure de l'IPCH en Allemagne.

3.2 PRIX À LA PRODUCTION

La hausse des prix à la production dans l'industrie (hors construction) s'est établie à -1,2 % en novembre 2013 après -1,3 % en octobre (cf. tableau 7 et graphique 22). Hors construction et énergie, le taux de variation annuel des prix à la production est ressorti à -0,3 % en novembre, sans changement par rapport au mois précédent.

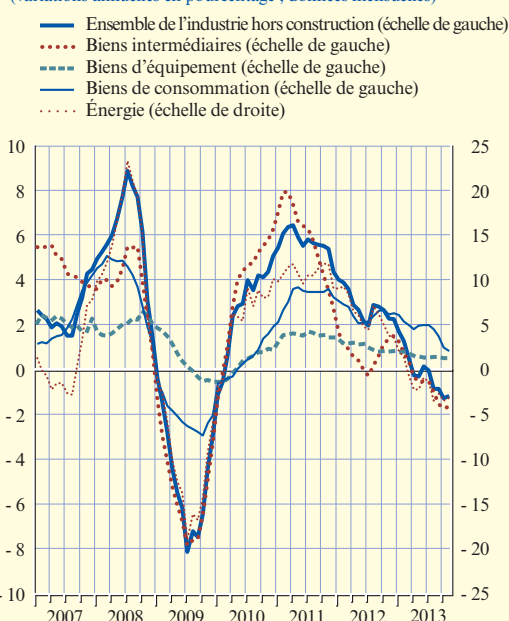
Les tensions en amont sur la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH sont restées modérées. La hausse annuelle de l'indice des prix à la production des biens de consommation non alimentaires s'est ralentie, ressortant à 0,0 % en novembre contre 0,2 % en octobre, sous l'effet des baisses enregistrées dans les secteurs des produits pharmaceutiques et du livre, mais aussi en partie en raison d'un effet de base baissier. Cette évolution prolonge la tendance baissière observée au cours des deux dernières années.

L'indice des directeurs d'achat relatif aux prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits non alimentaires a enregistré un rebond en décembre, à 58,1 (en moyenne mobile sur trois mois), dépassant ainsi sa moyenne historique et poursuivant sa tendance haussière des six derniers mois. De même, les indices des directeurs d'achat relatifs aux prix des consommations intermédiaires pour les producteurs de biens de consommation ont également augmenté au cours des derniers mois. En amont de la chaîne des prix, le rythme annuel de variation de la composante biens intermédiaires de l'indice des prix à la production est ressorti à -1,7 % en novembre, sans changement par rapport au mois précédent. En décembre, les taux de variation des prix des matières premières et du pétrole brut en euros ont été légèrement positifs en glissement mensuel, tandis qu'ils sont restés négatifs en rythme annuel.

Les tensions sur la composante produits alimentaires de l'IPCH ont continué de diminuer

Graphique 22 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

en amont et en aval de la chaîne des prix mais en partant de niveaux légèrement plus élevés que dans le cas des produits manufacturés hors énergie. La hausse annuelle des prix à la production des produits alimentaires s'est ralentie en novembre, s'inscrivant à 1,0 % après 1,2 % en octobre et des taux proches de 4 % début 2013. L'enquête auprès des directeurs d'achat fait état d'un léger recul de l'indice des prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits alimentaires en décembre, tandis que l'indice relatif aux marges bénéficiaires a progressé. En amont de la chaîne des prix, le taux de croissance annuel des prix agricoles à la production dans l'UE est revenu à - 3,2 % en novembre, après des niveaux supérieurs à 11 % au deuxième trimestre de l'année. Les cours internationaux des matières premières alimentaires exprimés en euros sont restés globalement inchangés en décembre par rapport au mois précédent, leur évolution demeurant toutefois fortement négative en termes annuels (- 15,3 %).

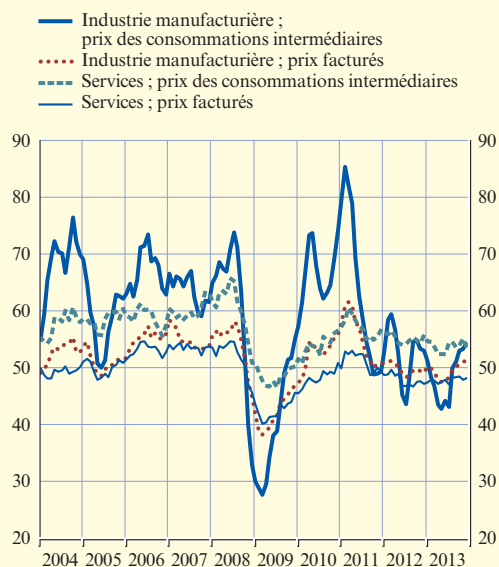
Les données les plus récentes tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat et de l'enquête de la Commission européenne continuent de faire état de tensions toujours contenues sur les prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie et se modérant sur les prix des produits alimentaires transformés. En ce qui concerne l'enquête auprès des directeurs d'achat (cf. graphique 23), l'indice des prix des consommations intermédiaires pour le secteur manufacturier a progressé, de 53,4 en novembre à 54,5 en décembre, et l'indice des prix à la production est passé de 51,1 à 51,3 sur la même période. Les deux indices restent inférieurs à leurs moyennes de long terme. Selon l'enquête de la Commission européenne, les anticipations relatives aux prix de vente pour l'ensemble de l'industrie sont demeurées globalement inchangées en novembre 2013.

3.3 INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

Les tensions internes sur les prix provenant des coûts de main-d'œuvre sont restées faibles au cours des trois premiers trimestres de 2013 (cf. tableau 8 et graphique 24), reflétant l'atonie persistante du

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

(indices de diffusion ; données mensuelles)



Source : Markit

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

Tableau 8 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

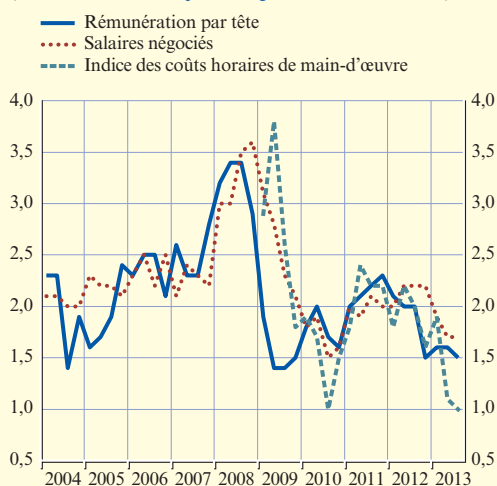
marché du travail. Le profil d'évolution plutôt modérée des salaires dans la zone euro masque d'importantes divergences d'un pays à l'autre. Tandis que les salaires nominaux ont fortement augmenté dans les pays dont le marché du travail fait preuve d'une relative résistance, les salaires nominaux et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont peu progressé, voire reculé, dans les pays ayant procédé aux réductions de salaires les plus importantes dans le secteur public (dans le cadre du processus d'assainissement budgétaire) et dans lesquels persiste un chômage élevé.

Au niveau de l'ensemble de la zone euro, la rémunération par tête a augmenté de 1,5% en rythme annuel au troisième trimestre 2013, après 1,6% au trimestre précédent. La hausse annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est encore ralentie, revenant de 1,2 % au deuxième trimestre 2013 à 1,0 % au troisième trimestre.

Le taux de croissance annuel des coûts horaires de main-d'œuvre totaux a de nouveau fléchi au troisième trimestre, s'établissant à 1,0 % contre 1,1 % au deuxième trimestre, après avoir déjà enregistré une baisse prononcée de 0,8 point de pourcentage entre le premier et le deuxième trimestre. Cette évolution s'explique par la forte augmentation des heures travaillées. La modération globale reflète un ralentissement de la croissance des salaires horaires dans l'économie marchande, tandis que l'augmentation des coûts horaires de main-d'œuvre dans l'économie non marchande s'est accentuée, principalement sous l'effet des évolutions dans le secteur des administrations publiques. Au sein de

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

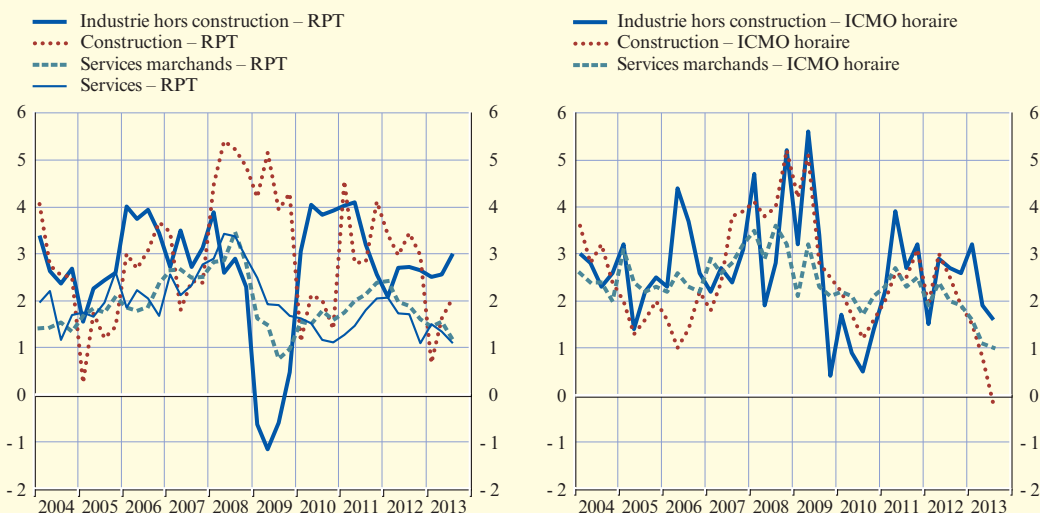
(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

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

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : RPT : rémunération par tête ; ICMO : indice du coût de la main-d'œuvre

l'économie marchande, la hausse annuelle des coûts horaires de main-d'œuvre s'est ralentie dans le secteur industriel, légèrement moins dans les services mais plus dans la construction. Au niveau des différents pays, les coûts horaires de main-d'œuvre ont fléchi dans la plupart des seize pays pour lesquels des données sont publiées. Parmi ceux qui ont enregistré une accélération, certains ont toutefois continué d'afficher des taux de variation négatifs. Les salaires négociés dans la zone euro ont augmenté de 1,7 % en rythme annuel, sans changement par rapport au deuxième trimestre. Les données provisoires pour le quatrième trimestre font apparaître une stabilisation de la croissance des salaires négociés. Globalement, les données les plus récemment publiées vont dans le sens d'une croissance modérée des coûts de main-d'œuvre à court terme.

3.4 PRÉVISIONS D'INFLATION

Sur la base des cours actuels des contrats à terme sur l'énergie, l'inflation, en rythme annuel, devrait demeurer proche des niveaux actuels au cours des prochains mois. À moyen terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester faibles dans la zone euro. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et à long terme continuent d'être solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif de maintenir l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix continuent d'être considérés comme globalement équilibrés à moyen terme, les risques à la hausse étant liés à un niveau plus élevé des prix des matières premières et à une augmentation plus forte que prévu des prix administrés et de la fiscalité indirecte, et les risques à la baisse découlant d'une activité économique plus faible qu'anticipé.

4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,1 % au troisième trimestre 2013, après une hausse de 0,3 % au deuxième trimestre. Tandis que les évolutions des données relatives à la production industrielle pour octobre vont dans le sens d'un faible redémarrage au quatrième trimestre, les indicateurs de confiance tirés des enquêtes disponibles jusqu'en décembre ont continué de s'améliorer à partir de faibles niveaux, indiquant dans l'ensemble la poursuite de la reprise progressive de l'activité économique. En 2014 et 2015, la production devrait se redresser lentement, sous l'effet notamment d'une légère hausse de la demande intérieure soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire. L'activité économique dans la zone euro devrait également bénéficier d'un raffermissement graduel de la demande extérieure. En outre, les effets de l'amélioration générale observée sur les marchés financiers depuis l'été 2012 se font sentir sur l'économie réelle, et il devrait en aller de même des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. De plus, les revenus réels ont récemment bénéficié d'une hausse plus faible des prix de l'énergie. Cela étant, le chômage demeure élevé dans la zone euro et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique. Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse.

4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

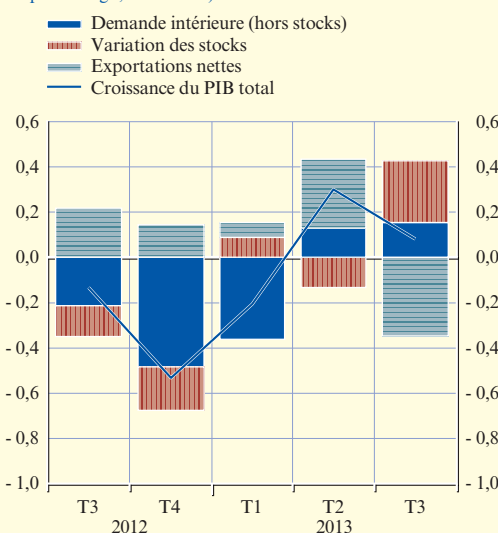
Le PIB en volume a augmenté de 0,1 % au troisième trimestre 2013 après une hausse de 0,3 % au deuxième trimestre (cf. graphique 26). La demande intérieure et la variation des stocks ont tous deux contribué à la croissance observée au troisième trimestre. Dans le même temps, les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance. Pour la première fois depuis début 2010, les exportations nettes ont ainsi un impact négatif sur la croissance du PIB en glissement trimestriel. Au troisième trimestre 2013, la production était toujours inférieure de 3 % à son pic d'avant la récession au premier trimestre 2008 et de près de 1 % à son pic d'après la récession au troisième trimestre 2011.

Au troisième trimestre 2013, la consommation privée de la zone euro a augmenté de 0,1 % en glissement trimestriel, après un taux de croissance comparable au trimestre précédent. Les derniers résultats reflètent très probablement une hausse de la consommation de biens de consommation courante, partiellement compensée par une baisse de la dépense au titre des services. Dans le même temps, les achats de voitures particulières ont apporté une contribution neutre à la croissance de la consommation au troisième trimestre.

S'agissant du quatrième trimestre, les informations disponibles indiquent, dans l'ensemble, des évolutions globalement stables de la consommation privée. En novembre, les ventes de détail en volume ont progressé de 1,4 %, en glissement mensuel, pour s'établir à un niveau équivalent au chiffre enregistré en moyenne au troisième trimestre 2013, où elles avaient augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel.

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

En octobre et en novembre, les nouvelles immatriculations de voitures particulières dans la zone euro ont été en moyenne supérieures d'un peu plus de 3 % à leur niveau moyen du troisième trimestre, où elles avaient diminué de 0,4 % en glissement trimestriel.

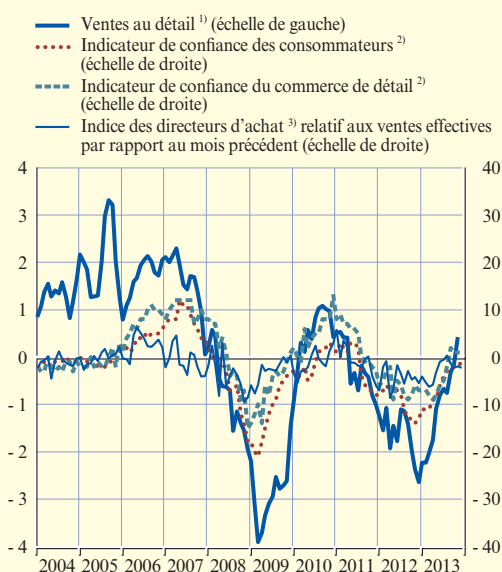
Selon les données d'enquêtes relatives au secteur du commerce de détail pour le quatrième trimestre 2013, les achats de biens de consommation ont continué d'afficher une croissance modérée (cf. graphique 27). L'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur du commerce de détail, qui a fortement progressé au troisième trimestre, s'est encore légèrement amélioré en octobre et en novembre, pour s'établir à un niveau légèrement supérieur à sa moyenne de long terme. De plus, la confiance des consommateurs s'est renforcée entre novembre et décembre, renouant ainsi avec le mouvement haussier momentanément interrompu par le fléchissement du mois précédent. La confiance est désormais proche de sa moyenne de long terme, ce qui corrobore la morosité actuelle des dépenses de consommation. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur du commerce de détail est revenu de 49,5 au troisième trimestre à 47,8 au quatrième trimestre : ce niveau inférieur à 50 souligne l'atonie des ventes au dernier trimestre 2013. Enfin, l'indicateur concernant les intentions d'achats importants est demeuré à un faible niveau, ce qui laisse penser que les consommateurs continuent d'être prudents dans leurs décisions d'achats de biens durables.

La FBCF, qui a rebondi au deuxième trimestre 2013, a encore augmenté de 0,4 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre. S'agissant des composantes de l'investissement au troisième trimestre, l'investissement dans la construction et, dans une moindre mesure, l'investissement hors construction (chacun représentant la moitié environ de l'investissement total) ont tous deux affiché des taux de croissance positifs sur une base trimestrielle. Après le léger redressement observé au cours des deux derniers trimestres, l'investissement productif devrait continuer de progresser de façon modérée, au fur et à mesure de la reprise progressive de la demande, de l'amélioration de la confiance et des conditions de financement et de la baisse de l'incertitude (cf. encadré 4).

Les données relatives à la formation de capital fixe publiées récemment délivrent des signaux assez contrastés. La production industrielle de biens d'équipement, un indicateur de l'investissement futur hors construction, a de nouveau diminué en octobre 2013, de 1,3 % en glissement mensuel. Sur le même mois, la production de biens d'équipement était inférieure de quelque 1 % à son niveau moyen du troisième trimestre 2013, où elle affichait une croissance nulle sur une base trimestrielle. Même si cette évolution représente un début léthargique pour le quatrième trimestre, la forte volatilité mensuelle des données relatives à la production incite à une évaluation prudente. Des résultats d'enquêtes plus récents dressent un tableau légèrement plus optimiste. C'est ainsi que l'indice des

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

(données mensuelles)



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

directeurs d'achat du secteur manufacturier, qui était au troisième trimestre supérieur en moyenne au seuil de croissance nulle de 50 pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2011, s'est encore amélioré au dernier trimestre de l'année. Dans le même temps, l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour l'industrie, qui a régulièrement progressé au cours de l'année dernière, a encore augmenté en octobre et en novembre, pour atteindre le même niveau que lors de l'été 2011.

En octobre 2013, la production dans la construction s'est encore contractée, de 1,2 % en glissement mensuel, après une baisse de 0,5 % le mois précédent. Par conséquent, en octobre, la production dans la construction était inférieure de 1,5 % à son niveau moyen du troisième trimestre, ce qui représente une dégradation importante par rapport à ce trimestre où elle avait progressé de 1,9 % en rythme trimestriel. De plus, l'indicateur de confiance pour la construction, publié par la Commission européenne, se situait encore bien en dessous de sa moyenne historique en octobre et en novembre, tandis que l'indice des directeurs d'achat pour la construction dans la zone euro s'établissait en dessous de 50 pour les mêmes mois, indiquant des évolutions atones dans ce secteur.

Encadré 4

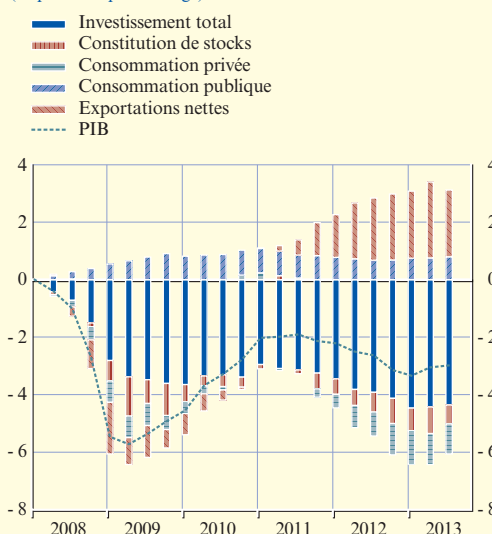
INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES : UNE REPRISE MODÉRÉE EN PERSPECTIVE

Cet encadré présente les évolutions de l'investissement, notamment l'investissement des entreprises, depuis 2008 et donne une estimation des perspectives pour 2014. L'investissement total dans la zone euro a reculé de façon régulière et sensible durant la crise financière. Jusqu'à présent, l'investissement s'est contracté de plus de 15 % depuis le pic enregistré simultanément par le PIB et l'investissement en 2008. Cette diminution explique l'essentiel du fort recul affiché par le PIB de la zone euro depuis 2008. En effet, en termes comptables, l'investissement total (y compris l'immobilier résidentiel) a soustrait plus de 4 points de pourcentage au PIB en volume en données cumulées durant cette période (cf. graphique A). Tandis que l'investissement total compte généralement parmi les composantes les plus volatiles du PIB au cours du cycle d'activité, la contraction observée ces six dernières années a été plus prononcée et plus étendue qu'au cours de n'importe quelle récession enregistrée durant les trente dernières années dans la zone euro. Un léger redressement a été observé récemment, l'investissement total progressant de 0,2 % au deuxième trimestre 2013 et de 0,4 % au troisième trimestre 2013, respectivement. Son niveau demeure toutefois nettement inférieur à celui de 2008.

L'investissement total se rapporte aux activités des entreprises, des ménages et du secteur public. La diminution de l'investissement des entreprises (sociétés non financières) représente la moitié environ du recul de l'investissement total depuis 2008 (cf. graphique B).

Graphique A PIB en volume de la zone euro et contributions aux variations cumulées du PIB en volume depuis le premier trimestre 2008

(en points de pourcentage)



Source : Eurostat

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2013. Pour l'Espagne, les stocks sont déclarés au titre de l'investissement.

Le secteur des ménages a apporté une contribution presque aussi importante à cette baisse, traduisant dans une large mesure le recul de l'investissement dans l'immobilier résidentiel ¹. L'investissement réalisé par le secteur public s'est également fortement contracté. Toutefois, compte tenu de la part relativement faible de l'investissement du secteur public dans l'investissement total, sa contribution est nettement plus limitée.

Si l'on examine de plus près l'investissement des entreprises, des facteurs fondamentaux, comme la faiblesse de la demande et des bénéfices ², ainsi que l'importance des capacités de production inutilisées, permettent d'expliquer le mouvement de contraction observé ces dernières années. Au cours notamment de la crise financière, les niveaux d'incertitude élevés ³, les conditions de financement restrictives et les besoins de désendettement des entreprises et des banques ont également contribué au ralentissement de l'investissement des entreprises.

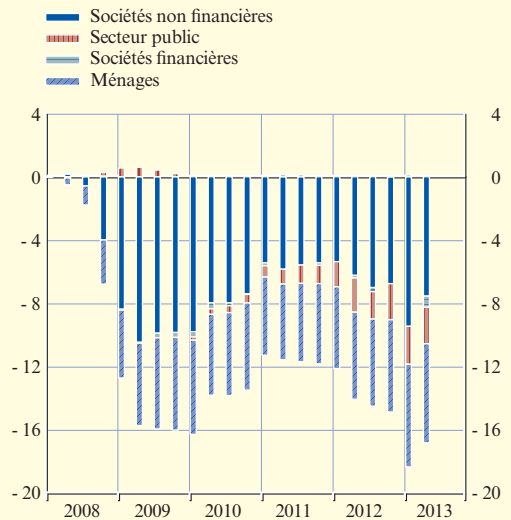
Selon l'enquête de la Commission européenne de novembre 2013 relative à l'investissement, l'investissement réel de la zone euro dans le secteur manufacturier aurait encore reculé de 3 % en 2013 et devrait progresser de 3 % en 2014.

L'enquête montre également que, dans l'ensemble, les facteurs de demande devraient davantage soutenir la croissance de l'investissement dans la zone euro en 2014 qu'ils ne l'ont fait un an auparavant. Actuellement, les facteurs de demande ont un rôle de soutien globalement aussi important pour la croissance de l'investissement que celui observé en moyenne depuis les débuts de l'UEM. L'enquête de la Commission fait une distinction entre les petites entreprises, de moins de 50 salariés, et les grandes entreprises, de plus de 250 salariés. Résultat encourageant, en 2014, les petites entreprises prévoient que les facteurs de demande auront un rôle de soutien plus important que celui constaté en moyenne depuis 2009 (cf. graphique C). Contrairement à la situation des grandes entreprises, dans l'ensemble, les facteurs de demande ont apporté un soutien limité à l'investissement depuis 2009 s'agissant des petites entreprises. L'enquête montre également que les considérations de financement restent fortement dépendantes de la taille de l'entreprise : tandis que les grandes entreprises prévoient une amélioration substantielle du soutien apporté aux décisions d'investissement par les facteurs de financement en 2014 par rapport à un an auparavant, les petites entreprises s'attendent à une détérioration.

Au total, après la faible reprise observée ces derniers trimestres, la croissance modérée de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre parallèlement au redressement progressif de la demande, à l'amélioration de la confiance et des conditions de financement et à la baisse

Graphique B Contributions des différents secteurs de la zone euro aux variations cumulées de l'investissement nominal depuis le premier trimestre 2008

(en points de pourcentage)



Source : Eurostat

Note : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2013.

¹ Cf. l'encadré intitulé *Mettre en évidence la dynamique de l'investissement résidentiel* du *Bulletin mensuel* de mai 2013.

² Cf. l'encadré intitulé *Contributions sectorielles au rééquilibrage dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de décembre 2013.

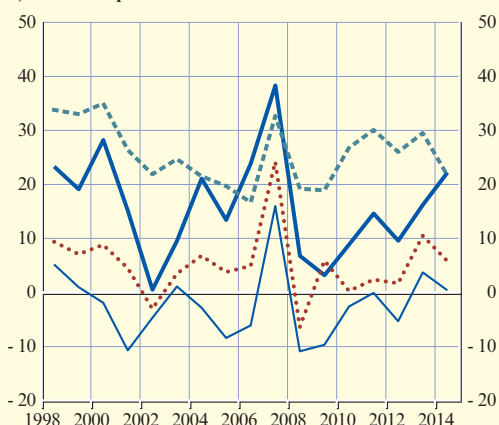
³ Cf. l'encadré intitulé *Comment l'incertitude macroéconomique a-t-elle évolué récemment dans la zone euro ?* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2013.

Graphique C Enquête de la Commission européenne relative à l'investissement – facteurs influençant l'investissement industriel dans la zone euro

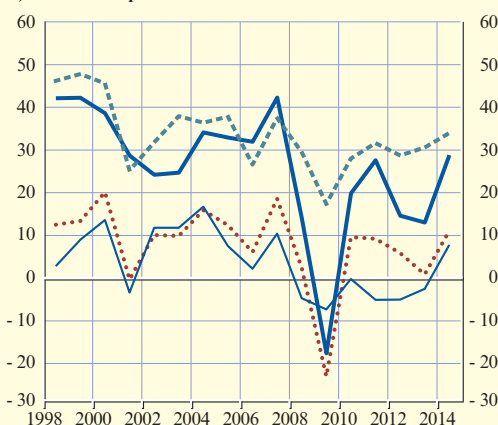
(soldes)

— Facteurs de demande
 Facteurs de financement
 - - - Facteurs techniques
 — Autres

a) Petites entreprises



b) Grandes entreprises



Sources : Enquête de la Commission européenne relative à l'investissement et Eurostat

Notes : Les grandes entreprises comptent plus de 250 salariés; les petites entreprises comptent moins de 50 salariés. Sont représentés les niveaux de soldes des réponses : plus le solde est élevé, plus le facteur est perçu comme favorable à l'investissement (et moins le solde est élevé, plus le facteur est défavorable). Les « facteurs de demande » recouvrent le taux d'utilisation des capacités de production et les perspectives de ventes ; les « facteurs de financement » incluent la disponibilité de ressources pour l'investissement et leur coût, ainsi que le retour sur investissement et l'absence d'opportunités pour l'entreprise d'utiliser ses ressources de manière plus rentable qu'en les affectant à l'investissement (notamment par le biais d'opérations purement financières) ; les « facteurs techniques » recouvrent les évolutions technologiques, la disponibilité du facteur travail et l'attitude des salariés à l'égard des nouvelles technologies, ainsi que les conditions techniques définies par les autorités publiques avant qu'elles autorisent l'investissement ; les « autres facteurs » peuvent comprendre la politique menée par les autorités publiques, notamment en ce qui concerne la fiscalité, et la possibilité de transférer ou non la production à l'étranger.

de l'incertitude. L'enquête relative à la distribution du crédit bancaire dans la zone euro montre également que les concours aux fins d'investissement devraient légèrement se redresser. Toutefois, la reprise devrait intervenir à un rythme modéré, partant de niveaux faibles, dans la mesure où elle demeure freinée, entre autres, par la poursuite du désendettement des banques et des entreprises et, dans une certaine mesure, par les difficultés rencontrées par les entreprises subissant des contraintes de financement bancaire pour trouver d'autres modes de financement *via* l'émission de titres sur le marché, des flux d'investissement étrangers ou des crédits commerciaux.

La contribution des échanges commerciaux de la zone euro à la croissance du PIB est devenue négative au troisième trimestre 2013. La croissance des exportations et des importations s'est ralentie au cours de ce trimestre : les exportations ont progressé de 0,2 % seulement, tandis que les importations ont augmenté de 1 %, en rythme trimestriel. Cette modération fait suite à une période prolongée d'exportations nettes positives. Dans ce contexte, l'encadré 5 évalue dans quelle mesure l'ajustement des comptes courants effectué par les pays en difficulté a été de nature conjoncturelle ou structurelle.

Selon les données relatives aux échanges commerciaux de la zone euro pour le quatrième trimestre, fondées sur les seules données d'octobre, la croissance de ces échanges a été faible, mais la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB devrait redevenir positive. En octobre, la valeur des exportations a faiblement diminué en rythme mensuel, tandis que la valeur des importations a fléchi plus fortement. Au troisième trimestre, le niveau des exportations était supérieur à la moyenne, alors

que celui des importations était inférieur. Selon les indicateurs à court terme, les prix des échanges ont diminué en octobre, ce qui indique une amélioration en termes de volume, la croissance des exportations en volume étant plus forte que celle des importations. Les données d'enquêtes pour le quatrième trimestre montrent une amélioration de l'évolution des échanges commerciaux. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation pour le quatrième trimestre est constamment resté supérieur au seuil d'expansion de 50 et a atteint son niveau le plus élevé depuis le deuxième trimestre 2011. En outre, l'indicateur tiré de l'enquête de la Commission européenne relative aux carnets de commandes à l'exportation s'est amélioré par rapport au troisième trimestre.

Encadré 5

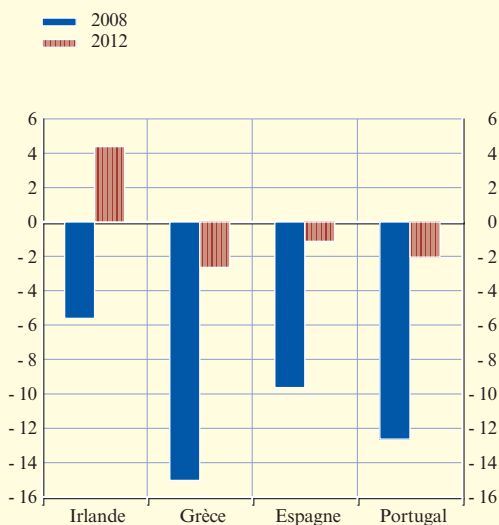
DANS QUELLE MESURE L'AJUSTEMENT DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO EN DIFFICULTÉ ÉTAIT-IL CONJONCTUREL OU STRUCTUREL ?

Avant la crise financière mondiale, un certain nombre de pays de la zone euro enregistraient des déficits importants de leurs comptes de transactions courantes. Toutefois, depuis 2008, dans les quatre pays qui faisaient l'objet en 2012 d'un programme d'ajustement économique et/ou financier, ces déficits ont diminué ou se sont même transformés en excédents (cf. graphique A)¹. Parallèlement, la demande intérieure a fortement reculé dans ces pays. Cela pose la question de la mesure dans laquelle l'ajustement externe a résulté d'un resserrement conjoncturel de la demande intérieure, qui pourrait à un certain point s'inverser, et de la mesure dans laquelle cet ajustement est de nature plus structurelle.

Un déficit du compte de transactions courantes peut être réduit sous l'effet d'une diminution des importations et/ou d'un accroissement des exportations. Durant l'ajustement des déséquilibres

Graphique A Soldes des comptes de transactions courantes

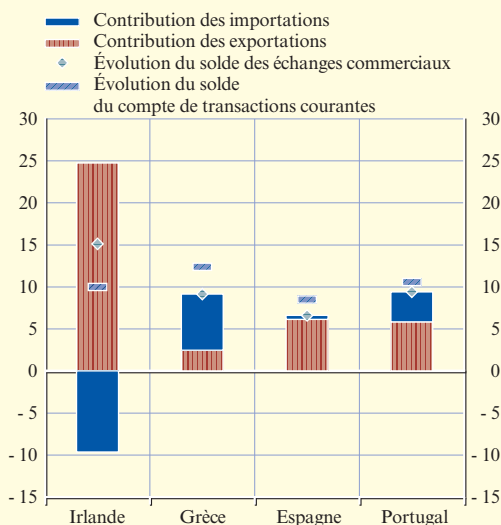
(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et instituts nationaux de statistiques

Graphique B Contributions aux évolutions du solde des échanges commerciaux entre 2008 et 2012

(en points de pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et instituts nationaux de statistiques

¹ Le présent encadré est consacré aux quatre pays qui faisaient l'objet d'un programme d'ajustement économique et/ou financier en 2012 (Irlande, Grèce, Espagne et Portugal). Chypre est exclue de l'analyse, le programme et le processus d'ajustement de ce pays n'ayant commencé que plus tard.

extérieurs en cours dans les pays en difficulté de la zone euro, les deux canaux ont joué un rôle, à des degrés divers toutefois (cf. graphique B). En Espagne et au Portugal, l'amélioration du solde des transactions courantes est attribuable majoritairement à une hausse des exportations en proportion du PIB, tandis qu'en Grèce, elle est essentiellement imputable à une contraction des importations. En Irlande, les exportations ont fortement progressé depuis 2008, les importations n'ayant diminué qu'aux premiers stades de la phase d'ajustement et ayant dépassé en 2012 leur niveau d'avant la crise.

L'ajustement des exportations et des importations, pour sa part, reflète généralement une diminution de la demande intérieure par rapport à la demande extérieure, ou une dépréciation du taux de change effectif réel du pays concerné. Dans les quatre pays sous revue, les deux mécanismes ont été à l'œuvre (cf. graphique C). Tandis que l'essentiel de la contraction de la demande relative s'est produit durant les premiers stades de la phase d'ajustement, l'ajustement des prix relatifs, c'est-à-dire une dépréciation réelle mesurée par les indicateurs de compétitivité harmonisés déflatés des coûts unitaires de main-d'œuvre, n'est intervenu que plus tard et a été très marqué en 2012 (à l'exception de l'Irlande). Toutefois, l'ajustement des coûts unitaires de main-d'œuvre reflète en partie des gains de productivité résultant plutôt de réductions d'effectifs que d'un ajustement des salaires nominaux. En outre, la répercussion de coûts unitaires de main-d'œuvre sur les prix à la production a été incomplète.

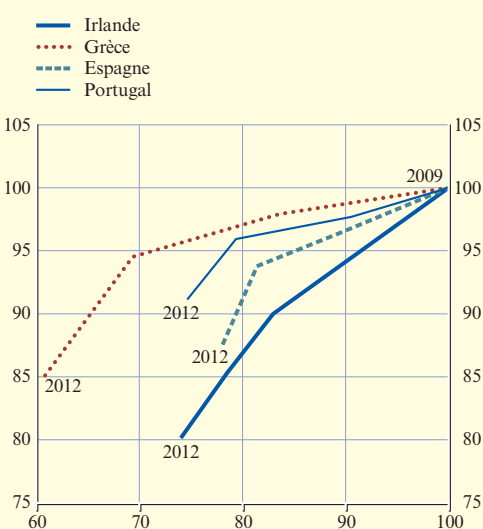
Le recul de la demande intérieure par rapport à la demande extérieure était à la fois de nature conjoncturelle et de nature structurelle. Entre 2008 et 2012, les pays en difficulté ont enregistré des baisses du PIB en volume de l'ordre de 5 % s'agissant de l'Irlande, de l'Espagne et du Portugal, et de 20 % dans le cas de la Grèce. Selon les estimations du FMI, de la Commission européenne et de l'OCDE, ces évolutions ne reflètent qu'en partie un élargissement substantiel de l'écart de production. Par exemple, pour la Grèce, l'élargissement de l'écart de production est estimé représenter entre 14 et 19 points de pourcentage. Toutefois, selon les estimations, la diminution du PIB potentiel de la Grèce pourrait avoir atteint 6 % entre 2008 et 2012. De même, dans les autres pays en difficulté, la croissance potentielle a été soit négative, soit inférieure de quelque 15 % à la croissance du PIB potentiel mondial. Cela signifie qu'une part significative du recul de la demande intérieure par rapport à la demande extérieure dans les pays en difficulté de la zone euro s'explique par la diminution de leur PIB potentiel par rapport à celui du reste du monde.

Les modifications observées du PIB potentiel relatif donnent à penser que, pour une part, le rééquilibrage extérieur des pays en difficulté de la zone euro doit avoir été de nature non conjoncturelle. Afin de quantifier plus précisément les composantes conjoncturelle et non conjoncturelle de l'ajustement du compte de transactions courantes, on peut recourir à la relation empirique entre

Graphique C Demande relative et indicateurs de compétitivité harmonisés

(indice : 2009 = 100)

Axe des abscisses : demande relative ¹⁾
Axe des ordonnées : indicateur de compétitivité harmonisé ²⁾



Source : Calculs des services de la BCE

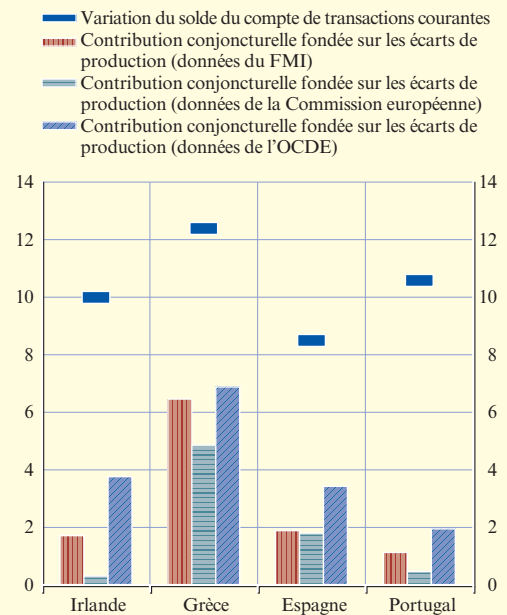
1) Ratio demande intérieure / demande étrangère

2) Déflaté par les coûts unitaires de main-d'œuvre. Une baisse correspond à une dépréciation réelle.

le solde du compte de transactions courantes et ses déterminants, mesurés par un modèle standard de compte de transactions courantes. Ce type de modèle de forme réduite relie le solde du compte de transactions courantes à un ensemble de variables recouvrant, d'une part, des facteurs conjoncturels, notamment l'écart de production d'un pays exprimé par rapport à l'écart de production mondial, et, d'autre part, des facteurs non conjoncturels, comme la démographie, le potentiel de croissance à moyen terme et la situation budgétaire corrigée du cycle². On aboutit à la conclusion suivante : les facteurs non conjoncturels ont joué un rôle significatif dans l'ajustement du compte de transactions courantes des pays en difficulté de la zone euro. En fait, selon la plupart des estimations, les facteurs conjoncturels expliquent moins de la moitié de l'ajustement du compte de transactions courantes entre 2008 et 2012, à l'exception notable de la Grèce (cf. graphique D). Ce résultat est confirmé par les différentes mesures de l'écart de production, auxquelles est attaché un degré d'incertitude élevé³.

Graphique D Contribution des facteurs conjoncturels aux évolutions des soldes des comptes de transactions courantes entre 2008 et 2012

(en points de pourcentage)



Sources : Commission européenne, FMI, OCDE, instituts nationaux de statistiques et estimations des services de la BCE

Même si la poursuite de l'ajustement reste nécessaire, les données disponibles indiquent qu'une part significative de l'ajustement du compte de transactions courantes déjà réalisé devrait être préservée dans un futur proche, ce qui concorde globalement avec les projections du FMI et de la Commission européenne. Cela reflète à la fois l'ajustement structurel observé jusqu'ici, mais également l'anticipation que la réduction des écarts de productions négatifs dans les pays en difficulté de la zone euro sera seulement lente. Toutefois, on doit s'attendre à une certaine détérioration des soldes des comptes de transactions courantes des pays en difficulté de la zone euro lorsque le PIB aura renoué avec son niveau potentiel. De plus, il est vraisemblable que la croissance potentielle augmentera encore à l'avenir. Cependant, il n'est guère probable que ces facteurs provoquent une inversion complète de la correction des comptes de transactions courantes observée jusqu'aujourd'hui.

Cependant, certains pays n'ont pas réalisé un ajustement de leur solde structurel du compte de transactions courantes jusqu'à un niveau permettant de réduire leur position extérieure nette fortement débitrice dans un avenir proche. La poursuite des réformes structurelles, ainsi que de nouvelles améliorations en termes de compétitivité-prix et hors prix, sont par conséquent nécessaires pour que les pays en difficulté de la zone euro puissent renforcer leurs performances à l'exportation à long terme.

² Pour une analyse de ces modèles de comptes de transactions courantes, cf. *External Balance Assessment (EBA) Methodology: Technical Background*, département des Études du FMI, juin 2013.

³ Pour une analyse de la mesure de l'écart de production et de l'incertitude attachée à ces estimations, cf. l'article intitulé *Les tendances du PIB potentiel* du *Bulletin mensuel* de janvier 2011.

4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

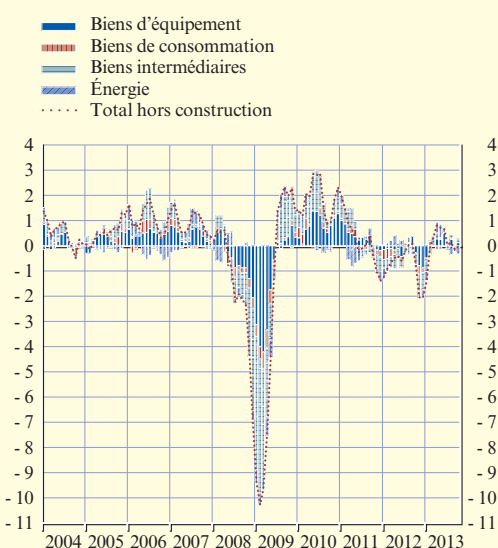
Au troisième trimestre 2013, la valeur ajoutée réelle a de nouveau augmenté, de 0,1 % en rythme trimestriel, en raison des évolutions dans le secteur des services. La valeur ajoutée dans l'industrie a affiché une croissance étale au troisième trimestre.

En ce qui concerne les évolutions au quatrième trimestre 2013, la production dans le secteur industriel (hors construction) a diminué de 1,1 % en rythme mensuel en octobre. En conséquence, la production a été inférieure de près de 1 % à son niveau moyen du troisième trimestre. Il s'agit là d'un faible démarrage du quatrième trimestre et d'une détérioration par rapport à la baisse trimestrielle de 0,2 % enregistrée au troisième trimestre 2013 (cf. graphique 28). Parallèlement, l'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes à l'industrie dans la zone euro (hors matériel de transport lourd) a fléchi de 1,9 % en rythme mensuel en octobre, après une baisse moins prononcée le mois précédent. Le niveau des commandes a donc été inférieur de 1,5 % à celui du troisième trimestre, où il avait augmenté de 1,3 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes disponibles jusqu'en décembre vont dans le sens d'une croissance modérée de la production industrielle au quatrième trimestre (cf. graphique 29). Par exemple, l'indice des directeurs d'achat pour la production dans le secteur manufacturier, qui indiquait déjà une hausse au troisième trimestre, a continué de progresser au quatrième trimestre 2013.

La production dans la construction a fléchi de 1,2 % en octobre, soit 1,5 % en deçà de son niveau du troisième trimestre de l'année. En outre, les données d'enquêtes dénotent une atonie de la dynamique de fond de la croissance, ce qui concorde avec la morosité persistante dans le secteur de la construction.

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

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

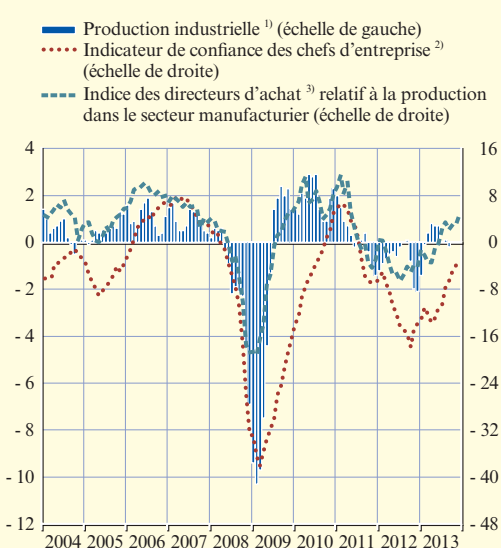


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

(données mensuelles cvs)



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

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

Bien que l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services ait reculé ces trois derniers mois, il s'est inscrit en légère hausse entre les troisième et quatrième trimestres 2013. L'indice, qui s'est établi à 51,2 en moyenne au quatrième trimestre 2013, est donc conforme à la hausse modérée de la production à nouveau observée dans les services au cours de ce trimestre. D'autres enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprise, comme celles de la Commission européenne, dressent un tableau analogue.

4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

Les marchés du travail ont affiché des signes de stabilisation, qui concordent avec leur réponse généralement tardive aux améliorations de l'activité économique. L'emploi a été stable au troisième trimestre 2013 et des données plus récentes suggèrent que le taux de chômage s'est globalement stabilisé à un niveau élevé. Les données tirées d'enquêtes se sont améliorées, dénotant néanmoins des évolutions atones pour les mois qui viennent.

Au troisième trimestre 2013, le niveau d'emploi est resté stable par rapport au deuxième trimestre (cf. tableau 9). Dans le même temps, le résultat du deuxième trimestre a été révisé à la hausse, affichant désormais une croissance nulle. Les évolutions les plus récentes indiquent donc clairement qu'une stabilisation est en cours, après la période prolongée de baisse. Au niveau sectoriel, les derniers chiffres reflètent un recul de l'emploi dans l'industrie, compensé par une progression dans les services. Les heures travaillées ont de nouveau augmenté, de 0,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre, évolution correspondant à une normalisation du marché du travail. Bien que les résultats des enquêtes se soient récemment améliorés, ils continuent d'indiquer une morosité persistante du marché du travail au quatrième trimestre 2013 (cf. graphique 30).

La productivité par personne employée a augmenté de 0,5 % en rythme annuel au troisième trimestre 2013, soit un niveau légèrement supérieur à celui du trimestre précédent (cf. graphique 31). Cette hausse a concerné l'ensemble des secteurs. Parallèlement, le taux de croissance annuel de la productivité horaire du travail a augmenté de 0,2 point de pourcentage, à 0,5 %, entre le deuxième et le troisième trimestre. L'indice des directeurs d'achat relatif à la

Tableau 9 Croissance de l'emploi

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

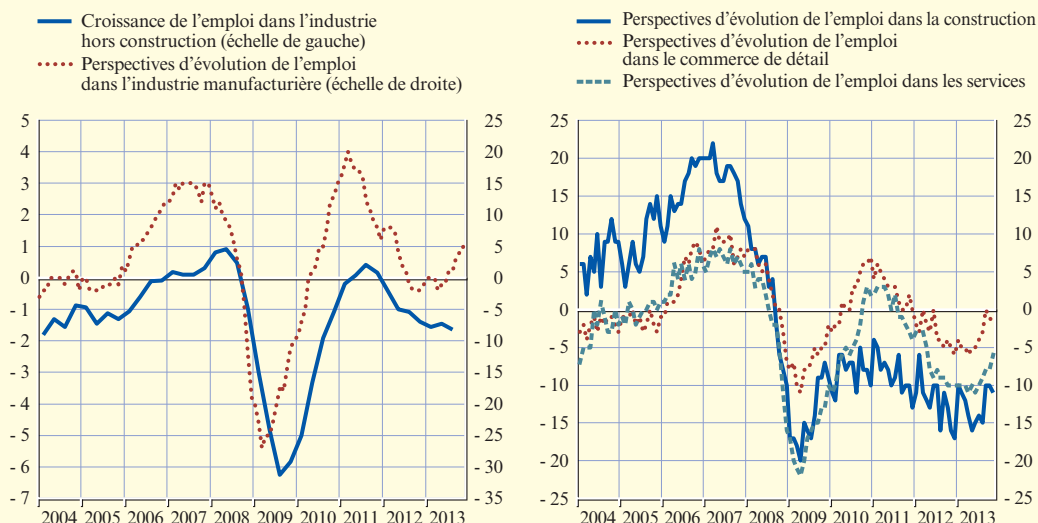
	Personnes employées					Heures travaillées				
	Taux annuels		Taux trimestriels			Taux annuels		Taux trimestriels		
	2011	2012	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2011	2012	2013 T1	2013 T2	2013 T3
Ensemble de l'économie	0,3	-0,7	-0,4	0,0	0,0	0,3	-1,4	-1,0	0,7	0,1
<i>dont :</i>										
Agriculture et pêche	-2,0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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

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



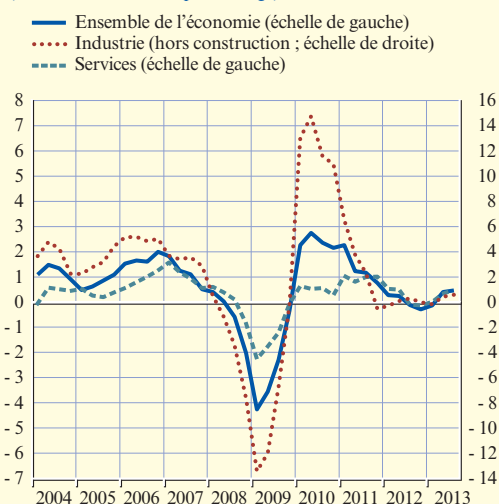
Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs
Note : Les soldes d'opinion sont centrés.

productivité fait état d'une poursuite de la croissance, mais à un rythme modéré, de la productivité au quatrième trimestre 2013.

Le taux de chômage est ressorti à 12,1 % en novembre, étant ainsi demeuré stable durant huit mois de suite. Toutefois, s'agissant de la variation annuelle du taux de chômage, on constate une amélioration régulière depuis l'été 2012. Ce dernier résultat dépasse néanmoins de 4,8 points de pourcentage le niveau de mars 2008, qui a marqué le creux conjoncturel précédant le début de la crise financière (cf. graphique 32).

Graphique 31 Productivité du travail par personne employée

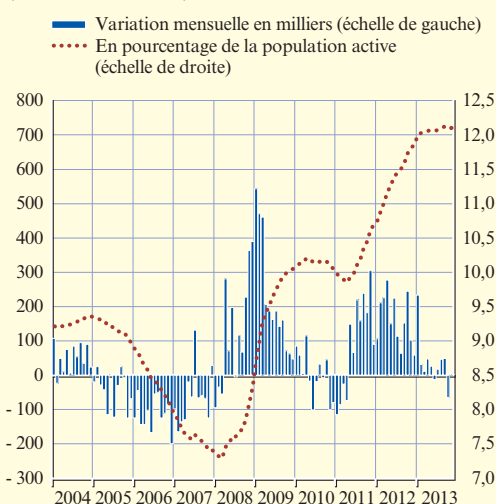
(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique 32 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

4.4 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Tandis que les évolutions des données relatives à la production industrielle pour octobre vont dans le sens d'un faible démarrage au quatrième trimestre, les indicateurs de confiance tirés des enquêtes disponibles jusqu'en décembre ont continué de s'améliorer à partir de faibles niveaux, indiquant dans l'ensemble la poursuite de la reprise progressive de l'activité économique. En 2014 et 2015, la production devrait se redresser lentement, sous l'effet notamment d'une légère hausse de la demande intérieure soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire. L'activité économique dans la zone euro devrait également bénéficier d'un raffermissement graduel de la demande extérieure. En outre, les effets de l'amélioration générale observée sur les marchés financiers depuis l'été 2012 se font sentir sur l'économie réelle, et il devrait en aller de même des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. De plus, les revenus réels ont récemment bénéficié d'une hausse plus faible des prix de l'énergie. Cela étant, le chômage demeure élevé dans la zone euro et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique.

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

ARTICLES

BILAN DE QUINZE ANS D'ENQUÊTE DE LA BCE AUPRÈS DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS



Quinze années se sont écoulées depuis le démarrage de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). Au cours de cette période, l'EPP a apporté une contribution significative à l'analyse macroéconomique et aux délibérations de politique monétaire de la BCE, suscitant l'intérêt tant des praticiens que des théoriciens, aussi bien au sein de la communauté des banques centrales qu'à l'extérieur. Le présent article examine plusieurs aspects essentiels de l'utilité de l'EPP en tant que source d'information pour l'évaluation de la politique monétaire menée par la BCE. Premièrement, les anticipations à court et moyen terme qui ressortent de cette enquête constituent une précieuse référence à l'aune de laquelle on peut évaluer les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. Deuxièmement, les prévisions d'inflation à plus long terme permettent de jauger si les anticipations des agents du secteur privé sont conformes à la définition quantitative de la stabilité des prix formulée par la BCE, tandis que les anticipations à plus long terme relatives à la croissance du PIB et au chômage permettent de mieux appréhender les grandes forces qui sous-tendent le potentiel de croissance de la zone euro. Troisièmement, la crise financière a mis en lumière l'utilité, pour l'analyse macroéconomique, des mesures de l'incertitude, notamment de celles issues de l'EPP.

I INTRODUCTION

Quinze années se sont écoulées depuis le démarrage de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). À l'époque de sa création en juin 1998, la BCE a entamé des préparatifs, en collaboration avec les banques centrales nationales (BCN) de l'UE, visant à mettre en place une enquête sur les anticipations du secteur privé relatives aux évolutions macroéconomiques dans la zone euro¹. La première EPP a été menée au premier trimestre 1999 et, depuis lors, 60 enquêtes ont été réalisées à un rythme trimestriel (en janvier, en avril, en juillet et en octobre), demandant aux participants de formuler leurs anticipations relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH, à la croissance du PIB et au taux de chômage dans la zone euro. Les participants fournissent des prévisions ponctuelles sur des horizons glissants (à un et deux ans), sur des horizons fixes correspondant à une année civile (année en cours, année suivante et celle d'après) ainsi que des anticipations à plus long terme (à l'horizon de cinq ans). Les experts interrogés sont également invités à attribuer à leurs prévisions une distribution de probabilité. Les réponses individuelles sont agrégées sous la forme de prévisions ponctuelles moyennes et de distributions des probabilités agrégées. Les banques centrales d'autres grandes économies du monde ont également recours à des enquêtes auprès de prévisionnistes professionnels comme source indépendante d'information concernant les anticipations relatives aux évolutions macroéconomiques (cf. l'encadré 1 pour une comparaison entre l'EPP de la zone euro et les enquêtes du même type menées aux États-Unis et au Royaume-Uni).

Les résultats de l'EPP de la zone euro suscitent un très grand intérêt tant parmi les praticiens qu'auprès des théoriciens. Ces derniers les utilisent à de nombreuses fins, notamment pour évaluer le caractère rationnel et l'efficacité des anticipations aux niveaux à la fois individuel et agrégé, pour déterminer des méthodes de combinaison optimale des prévisions ainsi que pour mesurer l'incertitude et établir son profil d'évolution. Pour la BCE, l'EPP est une importante source d'information dans le cadre de ses analyses économique et monétaire générales. Le présent article examine les trois utilisations de l'EPP par les responsables de la politique monétaire au cours de ses quinze années d'existence. La section 2 présente le rôle de l'EPP en tant qu'élément de comparaison avec les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour l'année en cours et pour l'année suivante, en analysant leur capacité prédictive relative ainsi que le rôle des hypothèses sur lesquelles reposent les prévisions². La section 3 examine les prévisions à plus long terme de l'EPP relatives à la

1 Pour de plus amples détails concernant les motifs à l'origine de la création de l'EPP, cf. J. A. García, *An introduction to the ECB's Survey of Professional Forecasters*, Occasional Paper Series n° 8, BCE, septembre 2003

2 Pour une première évaluation des données collectées dans le cadre de l'EPP entre 1999 et 2006, cf. C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler, et T. Rautanen, *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, Occasional Paper Series n° 59, BCE, avril 2007

croissance du PIB, au taux de chômage et à l'inflation dans le cadre des informations que ces variables fournissent au sujet de concepts clés tels que le PIB potentiel et les objectifs d'inflation. La section 4 analyse l'évaluation par les prévisionnistes professionnels de l'incertitude qui entoure leurs prévisions, et compare cette évaluation avec d'autres indicateurs de l'incertitude macroéconomique. La section 5 présente des éléments de conclusion.

Encadré I

COMPARAISON DES ENQUÊTES MENÉES AUPRÈS DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS DANS DIFFÉRENTS PAYS

Les banques centrales réalisant des enquêtes auprès de prévisionnistes professionnels comptent la Banque fédérale de réserve de Philadelphie (FRBP) pour les États-Unis, la Banque d'Angleterre pour le Royaume-Uni et la BCE pour la zone euro¹. L'historique de ces enquêtes remonte à 1968 dans le cas de la FRBP, à 1993 dans celui de la Banque d'Angleterre et à 1999 pour la BCE. Les expériences accumulées au fil des années par les banques centrales et les autres utilisateurs sont importantes pour les adaptations dont ces enquêtes pourraient faire l'objet à l'avenir. Dans ce contexte, le présent encadré examine les principales similitudes et différences entre les trois enquêtes et résume quelques-unes des modifications introduites au cours du temps.

Principales similitudes et différences entre les enquêtes

Les enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels conduites par la BCE, la FRBP et la Banque d'Angleterre sont comparables à plusieurs titres. En particulier, les trois enquêtes font de l'inflation, de la croissance du PIB en volume et de l'emploi des *variables centrales*. Ce choix de variables permet d'évaluer les perspectives d'inflation selon les déterminants fondamentaux que sont l'activité économique et le chômage. L'enquête effectuée par la FRBP comporte de loin le plus grand nombre d'indicateurs, car elle recueille également des données relatives notamment aux composantes du PIB, à la productivité et aux prix des logements. Les trois enquêtes collectent des informations prospectives sur des variables souvent utilisées comme *hypothèses* ou autres variables conditionnelles dans les prévisions et projections. Par exemple, les enquêtes de la BCE et de la Banque d'Angleterre invitent les participants à formuler des hypothèses de taux directeurs des banques centrales et de taux de change, tandis que l'enquête de la BCE sollicite également des données relatives aux prix du pétrole et aux coûts du travail. L'enquête de la FRBP, outre des informations sur le taux des bons du Trésor à trois mois, collecte également des informations sur les rendements des obligations de sociétés, à titre de variable rendant compte des conditions de financement.

Les trois enquêtes sont réalisées le premier mois de chaque trimestre, leur date limite effective dépendant de la publication des données nationales concernées. Les résultats sont ensuite publiés le deuxième mois du trimestre. Les enquêtes forment donc partie intégrante de l'ensemble des informations disponibles sur lesquelles s'appuient les banques centrales pour préparer leurs propres prévisions et projections. Dans le cas de la BCE, les résultats de l'EPP reposent sur un *nombre moyen* de réponses légèrement supérieur à 50, contre moins de 40 dans le cas de la FRBP et entre 20 et 30 pour l'enquête de la Banque d'Angleterre.

1 Parmi les nombreux autres pays qui effectuent des enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels, on peut citer le Japon (*Survey of Japanese Economic Forecasts* – ESPF –, instaurée en mai 2009) et le Canada (Enquête auprès des prévisionnistes du secteur privé, *Private Sector Survey* – PSS –, mise en place en 1975).

Dans les enquêtes de la BCE et de la FRBP, les prévisions se rapportent à des *horizons* spécifiques correspondant à des *années civiles*. Cela permet d'étudier la nature du processus de révision des prévisions, notamment ses liens avec les événements macroéconomiques. Les deux enquêtes comportent des questions sur les anticipations relatives à l'année civile en cours, et à chacune des deux années suivantes. En outre, les prévisionnistes sont interrogés sur leurs anticipations à long terme, à l'horizon de cinq années civiles dans le cas de la BCE et aux horizons de un à cinq ans et de un à dix ans dans le cas de la FRBP. Les trois enquêtes recueillent également des informations à des *horizons glissants*, se rapportant aux anticipations à un an, par exemple, concernant les dernières données publiées pour une variable donnée. Ces horizons glissants permettent une comparaison cohérente des divergences de vues et de l'incertitude qui entourent les prévisions des différentes campagnes d'enquête, étant donné que, dans le cas d'horizons fixes, ces deux mesures diminuent normalement avec la disponibilité de nouvelles informations.

Les trois enquêtes interrogent les participants sur les *distributions de probabilité* autour des variables centrales. À cet effet, les questionnaires comportent des intervalles de valeurs (l'intervalle inférieur et l'intervalle supérieur étant ouverts) qui peuvent servir de base à une estimation de la distribution sous-jacente. Ces distributions permettent d'évaluer les risques envisagés par les prévisionnistes autour de leurs estimations ponctuelles.

Principales adaptations des différentes enquêtes au cours du temps

Des modifications importantes ont été apportées aux diverses caractéristiques des enquêtes. Au fil du temps, toutes les enquêtes ont nécessité l'ajout de *variables supplémentaires*, y compris de variables centrales comme le PIB en volume dans le cas de l'enquête de la Banque d'Angleterre et de variables représentant des hypothèses comme les coûts du travail dans le cas de l'enquête de la BCE. D'autres ajouts portent sur les anticipations relatives aux rendements des obligations de sociétés dans le cas de la FRBP et à l'encours d'actifs rachetés par la banque centrale dans le cas de la Banque d'Angleterre.

Des *adaptations des horizons* ont été introduites dans les enquêtes de la FRBP et de la Banque d'Angleterre. Dans le premier cas, il s'agit en particulier de l'introduction d'une année civile au-delà de l'année suivante comme horizon fixe supplémentaire, ainsi que d'horizons glissants et à long terme pour l'inflation et le PIB. S'agissant de la Banque d'Angleterre, on est passé d'horizons à la fois fixes et glissants à des horizons uniquement glissants (à un, deux et trois ans).

Toutes les enquêtes ont fait l'objet d'*ajustements du nombre et de la taille des intervalles* en réponse aux évolutions macroéconomiques des quinze dernières années. Ces ajustements sont intervenus à différents moments, mais ils ont été de plus grande ampleur à la suite des évolutions observées lors de la crise financière et de la récession de 2008. Les prévisions ponctuelles prenant pour hypothèse des valeurs sans précédent sur longue période, la masse des probabilités s'est rapprochée des intervalles ouverts, rendant désormais impossible une estimation raisonnable de la distribution sous-jacente. L'élargissement de l'amplitude des intervalles fermés a rétabli cette possibilité.

Globalement, la forme actuelle des trois enquêtes réalisées par la BCE, la FRBP et la Banque d'Angleterre et leurs adaptations successives suggèrent une grande convergence des principales caractéristiques des enquêtes. En particulier, les ajustements montrent qu'une évaluation étayée des informations de l'enquête nécessite des données supplémentaires autres que celles fournies par les variables centrales, et que les probabilités sont un outil extrêmement utile pour l'évaluation des prévisions de référence. De même, le recueil d'anticipations à des horizons de plus long terme reflète l'utilité de l'évaluation de l'ancrage des anticipations dans le contexte de l'orientation à moyen terme de la politique monétaire.

2 L'EPP EN TANT QU'ÉLÉMENT DE COMPARAISON POUR LES PROJECTIONS

La BCE a pour objectif la stabilité des prix à moyen terme. Dans son évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix, les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème jouent un rôle important dans la mesure où elles condensent, de manière cohérente et structurée, les informations fournies par des indicateurs économiques. À cet égard, l'EPP constitue une autre source d'information à l'aune de laquelle on peut évaluer les projections établies par les services de l'Eurosystème. Bien que cette section soit consacrée pour l'essentiel à la comparaison de l'EPP avec les projections de l'Eurosystème en termes de grandeur des variables faisant l'objet d'une prévision pour chacune des années de l'horizon de projection, les responsables de la politique monétaire tirent également de précieuses informations du profil d'évolution de ces variables (c'est-à-dire accélération ou ralentissement) attendu par les prévisionnistes sur l'horizon donné.

Plus précisément, cette section compare les projections de l'Eurosystème pour l'année civile en cours et la suivante avec les prévisions moyennes correspondantes de l'EPP, en examinant plus en détail les facteurs expliquant les erreurs de prévision observées, tels que les hypothèses différentes sur lesquelles ces prévisions reposent³. Pour interpréter les différences entre prévisions des experts et projections de l'Eurosystème, il est utile de garder à l'esprit la manière dont les participants à l'EPP forment leurs anticipations. Les réponses à un questionnaire spécial adressé aux prévisionnistes fournissent des informations concernant leurs pratiques en matière de prévision ainsi que les changements qui ont été observés en la matière depuis 2008 (cf. encadré 2).

3 Pour une évaluation plus détaillée de la capacité prédictive des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, notamment une comparaison avec celles d'autres institutions internationales, cf. l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème* du *Bulletin mensuel* de mai 2013

Encadré 2

COMMENT LES PRÉVISIONS DE L'ENQUÊTE DE LA BCE AUPRÈS DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS SONT-ELLES ÉLABORÉES ? RÉSULTATS D'UN QUESTIONNAIRE SPÉCIFIQUE

Il est important de comprendre comment les participants à l'EPP élaborent leurs prévisions et forment leurs anticipations pour interpréter à la fois la moyenne des résultats et l'hétérogénéité entre les différentes prévisions. Le présent encadré présente une synthèse des résultats d'un questionnaire spécifique adressé durant l'été 2013 aux prévisionnistes, dont l'objectif était de dresser un bilan des méthodes de prévision actuelles et de prendre la mesure des modifications qui ont pu être introduites depuis le début de la crise financière¹.

Au total, 45 participants ont répondu, soit approximativement les trois quarts du nombre moyen de réponses reçues à l'occasion des campagnes régulières. Comme sa première version de 2008, le questionnaire spécifique portait sur les délais et les méthodes de prévision, sur l'utilisation de modèles économiques et le rôle du jugement, ainsi que sur le mode de calcul des distributions de probabilités et des hypothèses². Ces questions ont été en partie reformulées et développées pour déterminer si, et comment, les méthodes de prévisions ont évolué depuis le début de la crise financière. Il convient de noter que dans certains cas le cumul des pourcentages peut dépasser 100 %, les participants ayant pu indiquer plus d'une catégorie.

1 Une copie du questionnaire et une synthèse plus détaillée des résultats sont disponibles sur le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>

2 Une copie du questionnaire et une synthèse plus détaillée des résultats sont disponibles sur le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>

Périodicité des mises à jour des prévisions publiées dans l'EPP

La majorité des participants (84 %) ont déclaré que leurs prévisions étaient mises à jour selon un calendrier régulier. Un tiers d'entre eux environ (31 %) le font après la publication de données importantes qui les font changer d'avis sur l'économie. Un certain nombre de participants (16 %) révisent leurs prévisions à la fois selon un calendrier défini et en dehors des dates programmées lors de la publication de données importantes. Ces pourcentages sont pratiquement les mêmes que ceux du questionnaire spécifique de 2008.

Parmi les prévisionnistes qui se conforment à un calendrier régulier, plus des deux tiers ont déclaré que leurs prévisions étaient mises à jour sur une base trimestrielle, une proportion moindre (28 %) faisant état d'un rythme de mise à jour mensuel. Par rapport au questionnaire spécifique de 2008, une plus grande proportion de participants fait désormais état d'une révision au moins trimestrielle de leurs prévisions.

La plupart des experts interrogés ont déclaré qu'ils fournissaient leurs dernières prévisions disponibles lors de chaque campagne d'enquête, un petit nombre seulement préparant une nouvelle prévision spécialement pour l'EPP. Pour une campagne donnée, moins de la moitié des prévisions sont nouvelles, tandis que près d'un tiers sont des révisions mécaniques de prévisions antérieures reposant sur les données ou les hypothèses les plus récentes. Dans l'ensemble, compte tenu de la fréquence élevée et de la nature des mises à jour, les réponses tendent à montrer que les contributions à l'EPP sont plutôt rapides.

Techniques et modèles de prévision

Les réponses font ressortir que le choix du type de modèle de calcul des prévisions varie en fonction de l'horizon de prévision et de la variable étudiée. Les modèles à forme réduite, tels que les modèles à équation unique, les modèles d'autorégression vectorielle (VAR) ou les modèles vectoriels à correction d'erreur (VEC), semblent être couramment utilisés pour l'ensemble des horizons et des variables, mais un peu plus fréquemment pour les prévisions d'inflation que pour celles relatives au PIB en volume ou au chômage. Les modèles structurels, comme les modèles macroéconomiques fondés sur l'offre et la demande et les modèles dynamiques stochastiques d'équilibre général (DSGE), sont de plus en plus utilisés pour les horizons à long terme.

La plupart des prévisionnistes (84 %) ont indiqué utiliser au moins une sorte de modèle à forme réduite, un grand nombre d'entre eux déclarant utiliser au moins deux modèles de ce type pour une variable et un horizon donnés. S'agissant des modèles structurels, les réponses font état d'une utilisation accrue des modèles DSGE par rapport au questionnaire de 2008, les plaçant aujourd'hui à peu près à égalité avec les modèles macroéconomiques plus traditionnels fondés sur l'offre et la demande. Plus généralement, l'utilisation de modèles différents pour les mêmes horizons et les mêmes variables est motivée par la possibilité de recouper les résultats ou de prévoir des composantes des variables centrales avec des modèles différents et de les combiner ensuite selon une approche ascendante. En outre, l'avantage comparatif de l'utilisation de modèles différents à des horizons de prévision différents joue également un rôle.

Les participants à l'EPP ont été invités à indiquer dans quelle mesure leurs prévisions reposent sur des modèles ou sur le jugement. La plupart (81 % en moyenne, pour l'ensemble des variables et des horizons) considèrent que leurs prévisions sont, au moins en partie, de nature subjective – au sens où les résultats obtenus à partir de modèles sont complétés par des ajustements arbitraires – un tiers des prévisionnistes déclarant que leurs prévisions étaient essentiellement, c'est-à-dire à un degré très élevé, fondées sur le jugement. Sur les différents horizons, une proportion légèrement plus élevée des participants font état de prévisions essentiellement fondées sur le jugement dans le cas du chômage

que dans ceux de l'IPCH et du PIB. Les parts cumulées des prévisions essentiellement fondées sur le jugement et des prévisions reposant sur des modèles et intégrant un élément de subjectivité sont à peu près identiques pour les trois variables. Quant à l'incidence du jugement sur les prévisions à différents horizons, la proportion de participants formulant des prévisions essentiellement de nature subjective est plus forte pour les horizons de long terme que pour les horizons de court et moyen terme. Ces résultats correspondent à ceux du questionnaire spécifique de 2008.

Pour élaborer leurs anticipations d'inflation à long terme (à cinq ans), la plupart des participants utilisent des sources d'informations variées : l'objectif d'inflation de la BCE est cité le plus souvent (81 %), suivi par les tendances de l'inflation effective (54 %), les anticipations des marchés financiers relatives à l'inflation à long terme (43 %) et les tendances en matière de salaires et d'agrégats monétaires (38 % dans les deux cas).

Les participants ont presque tous déclaré avoir modifié leurs modèles après la crise financière en 2008 et que, depuis lors, l'importance du jugement dans la formation de leurs anticipations s'était accrue. Ces modifications portent en partie sur le traitement des paramètres des modèles, certains prévisionnistes accordant davantage d'importance aux paramètres d'après crise (50 %) et d'autres fixant les paramètres à des valeurs d'avant la crise (22 %). Environ un tiers des participants ont introduit davantage de liens financiers réels dans leurs modèles. La plupart des prévisionnistes (72 %) ont déclaré utiliser des modèles linéaires, tandis que d'autres prennent en compte explicitement des non-linéarités comme celles des ruptures structurelles, la borne zéro des taux d'intérêt nominaux ou des paramètres variables dans le temps.

Les prévisions pour la zone euro sont élaborées à partir de données et de modèles concernant l'ensemble de la zone, mais également par agrégation de prévisions individuelles des différents pays (essentiellement des principales économies de la zone euro). Pour certains participants, l'utilisation des deux approches est le fait de pratiques différentes appliquées à des variables différentes, tandis que d'autres déclarent utiliser l'approche ascendante comme méthode de recoupement des résultats.

Les participants à l'EPP devaient également indiquer le mode d'élaboration de leurs distributions de probabilité pour l'IPCH, la croissance du PIB et le taux de chômage. Dans leur grande majorité (72 % en moyenne pour l'ensemble des variables et des horizons), les personnes interrogées ont déclaré que leurs distributions de probabilités étaient des estimations reposant sur le jugement, tandis que 14 % ont indiqué qu'elles les calculaient à partir de modèles et 13 % à partir de modèles intégrant des ajustements d'ordre subjectif³.

Autres variables et hypothèses conditionnelles

S'agissant des autres variables et des hypothèses conditionnelles, la plupart des participants élaborent leurs propres prévisions pour les cours du pétrole, les taux de change, les taux d'intérêt et la croissance des salaires. Les prévisions internes relatives aux cours du pétrole sont souvent complétées par des données de marché, par exemple les prix des contrats à terme ou les moyennes des cours au comptant récents. Quelques experts interrogés ont indiqué qu'ils utilisaient des prévisions externes pour compléter ou recouper les prévisions internes relatives aux cours du pétrole. Concernant les autres sources, plusieurs réponses font état de l'utilisation de règles automatiques (comme l'hypothèse de marche aléatoire ou un taux constant de variation des cours du pétrole).

³ La forte proportion de probabilités reposant au moins en partie sur le jugement pourrait également s'expliquer par le fait que, pour la grande majorité des réponses (80 % environ), elles sont calculées exclusivement pour les besoins de l'EPP.

En résumé, ces réponses montrent que l'enquête reflète un ensemble relativement diversifié d'opinions et d'hypothèses, mais elles indiquent également que les contributions à l'EPP sont réalisées en temps opportun. En outre, bien que les modèles structurels et les modèles de séries temporelles soient largement utilisés, le jugement joue également un rôle essentiel, en particulier pour les distributions de probabilités et, de plus en plus, après la crise financière en 2008.

2.1 COMPARAISON DE LA CAPACITÉ PRÉDICTIVE DE L'EPP ET DES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE L'EUROSYSTÈME

Depuis décembre 2000, la BCE publie deux fois par an, en juin et en décembre, les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour l'année en cours et la suivante⁴. Ces projections sont comparées ci-après avec les prévisions moyennes de l'EPP relatives à l'inflation et à la croissance du PIB en volume, collectées au deuxième et au quatrième trimestre de chaque année⁵. La qualité des projections est évaluée en termes de biais (mesuré par l'erreur moyenne de projection) et d'ampleur des erreurs de projection (mesurées par la racine carrée de l'erreur moyenne absolue). L'ampleur des erreurs de prévision pourrait être influencée par le millésime particulier des données servant au calcul des résultats effectifs. Les données macroéconomiques pouvant être révisées après leur publication initiale, l'analyse porte sur les données en temps réel⁶.

Le tableau présente l'erreur moyenne ainsi que l'erreur moyenne absolue relatives à l'IPCH et à la croissance du PIB pour les prévisions formulées durant la période allant de 2000 à 2012. Afin d'éviter de mélanger les projections portant sur des horizons différents, le tableau établit une distinction entre les prévisions réalisées au deuxième trimestre et celles du quatrième trimestre de chaque année. Si l'on considère premièrement les résultats concernant l'inflation, tant les participants à l'EPP que les services de l'Eurosystème ont eu tendance à sous-estimer, en particulier, l'inflation pour l'année suivante (entre 0,3 et 0,4 point de pourcentage en moyenne à chaque campagne d'enquête). Les statistiques d'erreur moyenne masquent d'importantes erreurs, aussi bien positives que négatives, à des dates bien précises, comme en témoigne la valeur plus élevée des statistiques d'erreur moyenne absolue. Comme il est généralement plus difficile de formuler des prévisions exactes sur longues périodes, les erreurs moyennes absolues augmentent avec l'horizon de prévision et sont plus élevées pour celle effectuée au deuxième trimestre que pour celle du quatrième trimestre. Si l'on examine les différentes projections, pour l'année en cours et pour les deux campagnes de prévision, les erreurs moyennes absolues sont, en moyenne, légèrement inférieures dans les projections réalisées par les services de l'Eurosystème que dans les prévisions de l'EPP. Ces résultats légèrement meilleurs peuvent être attribués, entre autres, au fait que les projections de l'Eurosystème bénéficient d'un mois supplémentaire de données, ce qui est particulièrement avantageux en ce qui concerne les prévisions d'inflation à court terme⁷.

4 Ces projections sont complétées par les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE, publiées en mars et en septembre depuis septembre 2004. Afin de faciliter la comparaison avec l'EPP, on prend le point milieu des fourchettes de projection ressortant des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour les périodes où aucune estimation ponctuelle n'a été publiée.

5 Les données collectées dans le cadre de l'EPP sont normalement synthétisées sous la forme d'une moyenne simple des prévisions ponctuelles. La question se pose de savoir si une combinaison différente des prévisions de l'EPP (principales composantes, moyennes tronquées, pondération en fonction des résultats, etc.) pourrait constituer une amélioration en termes d'exactitude des prévisions. Les données disponibles montrent qu'il n'existe que peu d'éléments justifiant d'envisager un autre outil que la moyenne simple pour mieux synthétiser les informations collectées dans le cadre de l'EPP. Pour de plus amples détails, cf. V. Genre, G. Kenny, A. Meyler et A. Timmermann, *Combining expert forecasts: Can anything beat the simple average?*, International Journal of Forecasting, vol. 29(1), 2013

6 Les millésimes de données utilisés dans le cas de l'inflation portent sur janvier de l'année suivante, tandis que pour le PIB, il s'agit de la troisième publication des données relatives à la croissance du PIB. Les données historiques ont fait l'objet d'importantes révisions dans le cas de la croissance du PIB en volume et du chômage, mais dans une moindre mesure pour ce qui concerne l'IPCH. Pour de plus amples détails concernant les révisions apportées au PIB, cf. l'article intitulé *Les révisions des estimations du PIB dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2009

7 Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème utilisent des données jusqu'à la fin de la troisième semaine de mai et jusqu'à la fin de la troisième semaine de novembre, respectivement pour les campagnes de prévision de juin et de décembre. La date d'arrêt des données utilisées dans les projections de l'EPP est moins évidente. Si les campagnes d'enquête du deuxième et du quatrième trimestre sont réalisées mi-avril et mi-octobre, respectivement, la BCE ignore cependant la date d'arrêt exacte des données. Selon le questionnaire spécial, 84 % des participants à l'EPP déclarent leur dernière prévision disponible, qui dans 82 % des cas est trimestrielle ou mensuelle.

Erreurs de prévision ressortant des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et des prévisions tirées de l'EPP

(en points de pourcentage)

	Inflation		Croissance du PIB en volume	
	Année en cours	Année suivante	Année en cours	Année suivante
Prévisions et projections effectuées au deuxième trimestre ¹⁾				
<i>Projections établies par les services de l'Eurosystème</i>				
Erreur moyenne	0,0	0,4	- 0,1	- 0,9
Erreur moyenne absolue	0,1	0,8	0,5	1,7
<i>Prévisions tirées de l'EPP</i>				
Erreur moyenne	0,2	0,3	- 0,2	- 1,0
Erreur moyenne absolue	0,2	0,7	0,5	1,6
Prévisions et projections effectuées au quatrième trimestre ²⁾				
<i>Projections établies par les services de l'Eurosystème</i>				
Erreur moyenne	0,0	0,3	0,0	- 0,6
Erreur moyenne absolue	0,0	0,5	0,1	1,0
<i>Prévisions tirées de l'EPP</i>				
Erreur moyenne	0,0	0,3	0,0	- 0,7
Erreur moyenne absolue	0,1	0,7	0,1	1,2

Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE

Notes : L'erreur moyenne correspond à la différence moyenne entre la valeur effective et la valeur prévue, et l'erreur moyenne absolue à la moyenne des erreurs absolues. Les erreurs de prévision sont calculées pour la première publication des données relatives à l'inflation et pour la troisième publication de celles relatives à la croissance du PIB.

1) À partir des prévisions réalisées de 2001 à 2012 pour l'année en cours, et de 2001 à 2011 pour l'année suivante.

2) À partir des prévisions réalisées de 2000 à 2012 pour l'année en cours, et de 2000 à 2011 pour l'année suivante.

Pour l'année suivante, l'EPP produit des résultats légèrement meilleurs dans la première campagne de prévision (0,7 point de pourcentage contre 0,8), tandis que l'Eurosystème est plus performant dans la seconde campagne (0,5 point de pourcentage contre 0,7).

Contrairement aux prévisions d'inflation, les taux de croissance du PIB en volume ont eu tendance à être surestimés tant par les services de l'Eurosystème que par les participants à l'EPP. Pour l'année suivante, où la surestimation est plus importante, l'erreur de prévision moyenne se situe entre - 0,6 et - 0,7 point de pourcentage pour la deuxième campagne de prévision, et entre - 0,9 et - 1,0 point de pourcentage pour la première. Comme dans le cas de l'inflation, les erreurs moyennes absolues augmentent avec l'horizon de prévision. Si l'on examine les différentes mesures d'erreur, le degré de surestimation par les participants à l'EPP pour l'année à venir tend à être légèrement plus élevé que celui des services de l'Eurosystème (de 0,1 point de pourcentage environ).

2.2 DIFFÉRENCES DE MÉTHODES ENTRE LES PRÉVISIONS DE L'EPP ET LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DES SERVICES DE L'EUROSYSTÈME

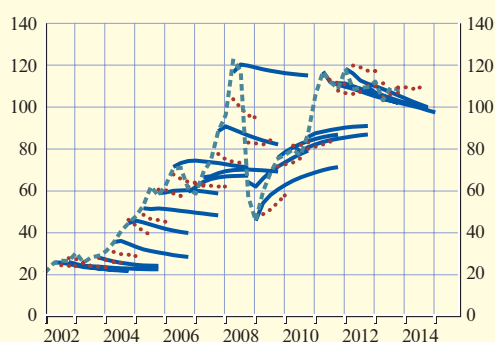
Divers facteurs peuvent expliquer les différences entre les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et celles de l'EPP par rapport aux résultats effectifs. Ils ont trait, notamment, au calendrier, au type de modèle utilisé, au degré d'appréciation des prévisionnistes et à son rôle, ainsi qu'aux hypothèses formulées. Cette section s'attache plus particulièrement au rôle des hypothèses auxquelles les prévisions/projections sont conditionnées. L'Eurosystème fonde ses prévisions sur un certain nombre d'hypothèses techniques relatives aux cours des matières premières, aux taux d'intérêt et de change ainsi qu'aux politiques budgétaires ⁸. Par exemple, les contrats à terme lui servent à formuler des hypothèses quant aux cours des matières premières libellés en dollars, tandis que les taux de change sont supposés rester inchangés par rapport aux données ponctuelles les plus récentes. Les hypothèses relatives aux mesures de politique budgétaire peuvent avoir une forte incidence sur les projections ; dans le cas des projections de l'Eurosystème,

⁸ Pour de plus amples détails concernant les hypothèses retenues dans les projections établies par les services de l'Eurosystème, cf. l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème* du *Bulletin mensuel* de mai 2013

Graphique 1 Hypothèses relatives aux cours du pétrole *Brent* retenues dans l'EPP et dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et évolutions effectives des cours du pétrole

(en dollars par baril ; données trimestrielles)

- Cours à terme du pétrole
- EPP
- - - Cours du pétrole

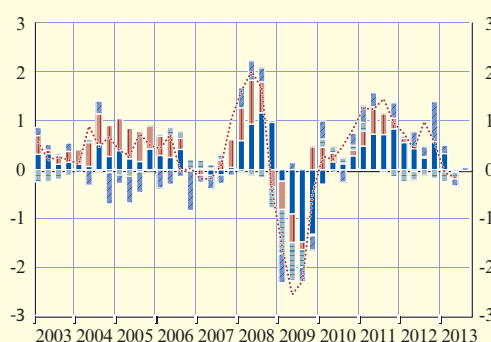


Sources : BCE et EPP

Graphique 2 Décomposition des erreurs de prévision relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH dans l'EPP à partir des erreurs de prévision relatives à la croissance du PIB en volume et aux cours du pétrole

(en points de pourcentage)

- Inflation retardée
- Cours du pétrole
- Croissance du PIB en volume
- Données résiduelles
- Inflation



Note : Sur la base de prévisions établies sur des horizons glissants. Pour de plus amples détails, cf. la note de bas de page 12

seules les mesures ayant été approuvées par les parlements nationaux, ou ayant déjà été définies en détail et ayant de bonnes chances d'être adoptées dans le cadre du processus législatif, sont prises en compte. Dans le cas de l'EPP, on dispose de moins d'informations sur la manière dont les participants formulent leurs hypothèses, même si les réponses au questionnaire spécial indiquent qu'elles reposent essentiellement sur des prévisions en interne.

Parmi les différentes hypothèses qui conditionnent les prévisions, celles relatives aux évolutions des cours du pétrole représentent en général une proportion importante des erreurs de prévisions concernant l'inflation⁹. Le graphique 1 retrace, pour différentes campagnes de projection et de prévision, les cours effectifs du pétrole et les cours des contrats à terme sur le *Brent*, ainsi que la prévision correspondante des participants à l'EPP. Durant la majeure partie de la période, le profil global des hypothèses relatives au cours de pétrole est assez similaire dans le cas de l'EPP et de l'Eurosystème. Au cours des trois dernières années, en revanche, dans le cas de l'EPP, le profil d'évolution des cours du pétrole était globalement stable ou en légère hausse, tandis que les cours des contrats à terme utilisés par l'Eurosystème s'inscrivaient en baisse. Toutes choses égales d'ailleurs, cette différence portant sur l'hypothèse relative aux cours du pétrole expliquerait, dans une large mesure, pourquoi les prévisions d'inflation ressortant de l'EPP ont été plus élevées que celles établies par les services de l'Eurosystème ces toutes dernières années. En particulier, les élasticités induites par les modèles macroéconométriques de l'Eurosystème tendent à indiquer que ces différences expliquent pour les trois quarts environ l'écart entre les projections d'inflation à deux ans réalisées dans le cadre de l'exercice global de projection macroéconomique de l'Eurosystème et celles des participants de l'EPP¹⁰.

Dans une perspective à long terme, cependant, l'erreur absolue concernant l'hypothèse relative aux cours du pétrole formulée dans les projections et dans les prévisions est globalement la même depuis 1999 pour l'Eurosystème et pour l'EPP. Depuis 2000, à l'exception du premier trimestre 2009 (où elle avait été la

9 Cf. l'article intitulé *Les prix des matières premières et leur rôle dans l'évaluation de la croissance et de l'inflation dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2013

10 Concernant ces élasticités, cf. *Energy markets and the euro area macroeconomy*, Occasional Paper Series n° 113, BCE, juin 2010

plus importante dans les deux cas), elle se situe autour de 22 %¹¹. Cette erreur a contribué de manière significative à l'erreur globale des projections et prévisions formulées respectivement pour l'IPCH.

S'agissant de l'EPP, une analyse par régression simple illustre l'incidence des erreurs de prévisions relatives aux cours du pétrole sur les erreurs de prévision de l'IPCH à l'horizon d'un an (cf. graphique 2)¹². Si l'on examine les erreurs des anticipations relatives à la croissance du PIB en volume, les données montrent que la sous-estimation des cours du pétrole par les participants à l'EPP pour la période comprise entre 2004 et avant la crise financière était fortement associée à la sous-estimation de l'inflation durant la même période. En revanche, la surestimation à la fois des cours du pétrole et de la croissance du PIB au paroxysme de la crise financière (de fin 2008 à 2009) était associée à une surestimation correspondante de l'inflation. Plus récemment, la sous-estimation des cours du pétrole en 2010 et 2011 a également contribué à la sous-estimation de l'inflation durant cette période, tandis que les erreurs de prévision relatives à la croissance du PIB en volume sont estimées n'avoir joué qu'un rôle mineur.

3 LE CONTENU INFORMATIF DES ANTICIPATIONS À PLUS LONG TERME DE L'EPP

Les prévisionnistes participant à l'EPP fournissent également des anticipations à plus long terme (c'est-à-dire à l'horizon de cinq ans) relatives à la croissance du PIB en volume, au chômage et à l'inflation dans la zone euro. D'après les réponses au questionnaire spécial, les anticipations à plus long terme relatives à la croissance du PIB en volume peuvent être interprétées comme le taux de croissance du PIB potentiel (68 % des participants interrogés) et celles relatives au chômage comme le taux de chômage n'accélérant pas l'inflation (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment – NAIRU) (53 %). En même temps, les anticipations d'inflation à plus long terme peuvent permettre d'évaluer la crédibilité de la BCE du point de vue du maintien de son objectif de stabilité des prix. Les participants soulignent que ces anticipations sont déterminées principalement par l'objectif de stabilité des prix de la BCE, à savoir une inflation inférieure à, mais proche de 2 % (81 % des participants) et par les tendances passées de l'inflation (54 % des participants).

Les anticipations à plus long terme relatives à la croissance du PIB ressortant de l'EPP ont diminué progressivement, revenant de 2,6% au début de la période d'échantillonnage à 1,7% au quatrième trimestre 2013. Les prévisions en temps réel des organisations internationales relatives à la croissance du PIB potentiel à l'horizon de cinq ans affichent, elles aussi, une tendance globalement baissière au cours des dix dernières années, demeurant toutefois constamment inférieures aux anticipations de l'EPP sur cette période. L'écart entre les deux ensembles de séries s'est même plutôt creusé ces toutes dernières années (cf. graphique 3).

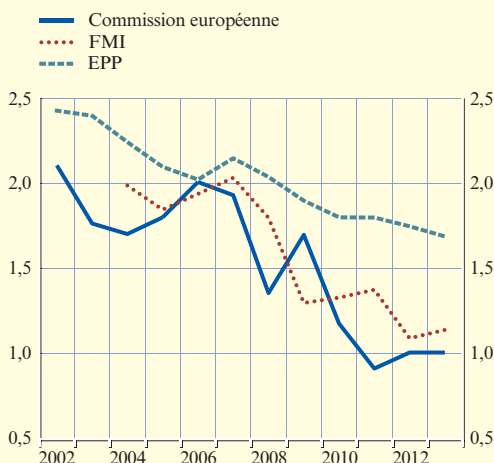
S'agissant du chômage, les anticipations à long terme ressortant de l'EPP ont légèrement augmenté entre 2002 et le premier semestre 2005, avant de fléchir et d'atteindre un point bas, à 6,5 %, en 2007. Par la suite, les anticipations ont affiché une hausse progressive pour s'établir à 9,5 % environ au quatrième trimestre 2013 (cf. graphique 4). Par rapport aux prévisions en temps réel établies par les organisations internationales relatives au NAIRU à l'horizon de cinq ans, les anticipations ressortant de l'EPP ont eu tendance à s'inscrire vers l'extrémité basse, et depuis 2008 notamment,

11 L'erreur moyenne absolue est calculée à partir d'un horizon de prévision glissant (à l'aide de la prévision la plus longue disponible dans l'EPP) plutôt que pour l'année en cours ou la suivante. Cela est dû au fait que les hypothèses de l'EPP relatives aux cours du pétrole pour l'année en cours et la suivante n'ont commencé à être formulées qu'au deuxième trimestre 2010.

12 L'analyse repose sur une régression à variables instrumentales des erreurs de prévision relatives à l'inflation sur la variable dépendante retardée et les erreurs de prévision de la croissance du PIB en volume et des cours du pétrole. L'effet estimé du taux de change s'est révélé être négligeable. La croissance du PIB en volume est traitée comme une variable endogène dans la régression car la plupart des participants à l'EPP ayant répondu au questionnaire indiquent que les prévisions d'inflation et de croissance du PIB en volume dépendent les unes des autres à court et moyen termes. Les instruments utilisés dans la régression sont les erreurs de prévision retardées relatives à la croissance du PIB et les variables explicatives résiduelles.

Graphique 3 Anticipations à long terme de la croissance du PIB en volume ressortant de l'EPP et estimations à long terme de la croissance du PIB potentiel établies par les organisations internationales

(en dollars par baril ; données trimestrielles)

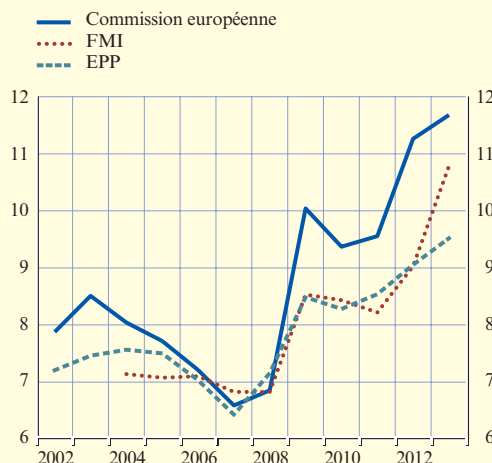


Sources : Commission européenne, FMI et EPP

Notes : Pour la Commission européenne et le FMI, les données se rapportent aux prévisions d'automne. S'agissant de l'EPP, les données portent sur la campagne du quatrième trimestre. Les chiffres de la CE pour 2006 ont été établis à l'aide des données nationales (12 pays) pondérées de leur part dans le PIB en 2005.

Graphique 4 Anticipations à long terme du chômage ressortant de l'EPP et estimations à long terme du NAIRU établies par les organisations internationales

(en pourcentage)



Sources : Commission européenne, FMI et EPP

Notes : Pour la Commission européenne et le FMI, les données se rapportent aux prévisions d'automne. S'agissant de l'EPP, les données portent sur la campagne du quatrième trimestre. Les chiffres de la CE pour 2006 ont été établis à l'aide des données nationales (12 pays) pondérées de leur part dans le PIB en 2005.

les prévisions à long terme relatives au NAIRU ont enregistré une hausse plus prononcée que les anticipations ressortant de l'EPP, notamment dans le cas de la Commission européenne¹³. La récente baisse des anticipations à long terme relatives au chômage ressortant de l'EPP par rapport aux prévisions établies par les organisations internationales sont conformes, d'un point de vue qualitatif, à la hausse des anticipations à long terme relatives à la croissance du PIB en volume de l'EPP.

Les anticipations d'inflation à long terme ressortant de l'EPP sont demeurées plutôt stables au cours des dernières années. L'anticipation moyenne à l'horizon de cinq ans est restée comprise entre 1,9 % et 2,0 % environ, avec une médiane encore plus stable. En revanche, l'inflation globale mesurée par l'IPCH a enregistré des fluctuations assez importantes. Les données de l'EPP disponibles depuis le démarrage de l'UEM font état d'une relation relativement ténue entre les anticipations d'inflation à long terme recueillies un trimestre donné et le dernier taux d'inflation effectif connu au moment de l'enquête. Toutefois, le lien est plus fort entre les anticipations d'inflation à long terme et les moyennes mobiles à plus long terme de l'inflation passée. Il est particulièrement prononcé s'agissant de la moyenne cumulée des taux d'inflation annuels calculée pour chaque trimestre au cours de la période postérieure au premier trimestre 1999. Le taux d'inflation moyen cumulé peut être considéré comme une mesure approximative des performances, et de la crédibilité qui en résulte, de la politique monétaire de la BCE en termes d'inflation¹⁴.

Dans l'ensemble, l'analyse des anticipations à long terme montre que celles-ci fournissent des informations importantes concernant la solidité de l'ancrage des anticipations autour de l'objectif de stabilité des prix de la BCE et la perception des prévisionnistes quant à l'évolution du potentiel de croissance à plus long terme de la zone euro.

13 S'agissant de l'EPP de la BCE, il a été constaté que les révisions apportées aux anticipations à plus long terme du chômage résultaient dans une large mesure des révisions portant sur les perspectives à court terme du chômage, ce qui laisse à penser que les participants percevoient un degré élevé d'hystérèse dans les données relatives au chômage. Cf. C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler, et T. Rautanen, *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, Occasional Paper Series n° 59, BCE, avril 2007

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

4 EXAMEN DE L'ÉVALUATION PAR LES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS DE L'INCERTITUDE QUI ENTOURE LEURS PRÉVISIONS

Depuis le démarrage de la crise financière en 2008, les perspectives macroéconomiques ont été caractérisées par une incertitude inhabituellement élevée. S'il est généralement admis qu'elle s'est accentuée, il n'existe cependant aucune mesure convenue qui permette d'indiquer dans quelle mesure. L'évaluation du degré d'incertitude est importante, car elle est susceptible d'avoir une incidence sur les décisions d'investissement des entreprises et sur celles des ménages en matière d'épargne¹⁵.

Une caractéristique importante de l'EPP de la BCE est qu'elle fournit un éclairage sur l'évaluation par les participants du degré d'incertitude qui entoure leurs prévisions. Plus précisément, les participants interrogés sont invités à attribuer à leurs prévisions une distribution de probabilités¹⁶. Bien que l'EPP de la BCE offre plusieurs dimensions pour mesurer l'incertitude des prévisions, la présente section tire des informations sur ce sujet (a) des divergences de vues et (b) des probabilités, en mettant l'accent sur l'incertitude agrégée et plus particulièrement sur l'écart-type de la distribution des probabilités agrégées de l'ensemble des participants à l'enquête¹⁷. En l'absence d'une mesure directe de l'incertitude, les divergences de vues servent souvent de variable d'approximation. Toutefois, elles ne permettent pas d'appréhender l'incertitude macroéconomique globale de manière satisfaisante. Dans le cas de l'EPP de la BCE, sur l'ensemble des variables macroéconomiques et des horizons, l'écart entre les différentes prévisions ponctuelles a rarement été suffisamment large pour recouvrir le résultat effectif¹⁸. L'incertitude agrégée associe des informations relatives aux divergences de vues entre (l'écart-type des) différentes prévisions ponctuelles et l'évaluation individuelle de l'incertitude par les prévisionnistes (incertitude individuelle moyenne) mesurée par la moyenne des écarts-types des distributions de probabilités déclarées par chaque prévisionniste¹⁹.

On peut normalement s'attendre à une augmentation de l'incertitude sur les différents horizons de prévision sur lesquels les participants sont amenés à se prononcer (c'est-à-dire l'année civile suivante, à l'horizon d'un an, l'année civile suivant la suivante, à l'horizon de deux ans et à l'horizon de cinq années civiles). Le graphique 5 retrace les valeurs de cette structure par termes pour les deux sous-périodes suivantes : avant la crise (1999-2008) et après la crise (2009-2013). Quelques caractéristiques retiennent l'attention. Premièrement, bien que l'incertitude augmente en général avec l'horizon de prévision, la pente ascendante est relativement plate dans le cas de l'IPCH et tout particulièrement s'agissant de la croissance du PIB, alors qu'elle est plus prononcée pour le chômage. Tandis que la politique monétaire et la croissance potentielle permettent d'ancrer, respectivement,

15 Pour une discussion concernant l'évolution des diverses mesures de l'incertitude et leurs implications potentielles pour les perspectives macroéconomiques, cf. l'encadré intitulé *Les mesures de la perception de l'incertitude macroéconomique* du *Bulletin mensuel* de janvier 2010, et l'encadré intitulé *Comment l'incertitude macroéconomique a-t-elle évolué récemment dans la zone euro ?* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2013

16 Cette distribution fournit des informations sur la probabilité, exprimée en pourcentage, associée au niveau futur de l'inflation dans un intervalle spécifique. La distribution des probabilités qui résulte de l'agrégation des réponses permet également de déterminer dans quelle mesure les prévisionnistes évaluent, en moyenne, le risque que l'inflation effective soit supérieure ou inférieure à la fourchette de prévisions la plus probable.

17 Le calcul de l'écart-type des distributions ressortant de l'EPP pose quelque peu problème en pratique, les participants attachant des probabilités à des fourchettes spécifiques. Nous présentons l'approche qui part de l'hypothèse que la probabilité attachée à une fourchette donnée porte en totalité sur le point milieu de cette fourchette. Bien que cela soit susceptible d'entraîner un déplacement vers le haut de l'écart-type estimé, dans la mesure où il est plus probable que la probabilité attachée à une fourchette soit en grande partie plus proche du centre de la distribution, d'autres méthodes, reposant notamment sur des formes fonctionnelles appliquées, telles que les distributions normales, asymétriques-normales ou bêta, présentent également des inconvénients, notamment au niveau individuel.

18 D'Amico et Orphanides montrent également que les divergences de vues peuvent constituer une piètre approximation de l'incertitude des prévisions. Cf. S. D'Amico et A. Orphanides, *Uncertainty and disagreement in economic forecasting*, Finance and Economics Discussion Series n° 2008-56, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis, 2008

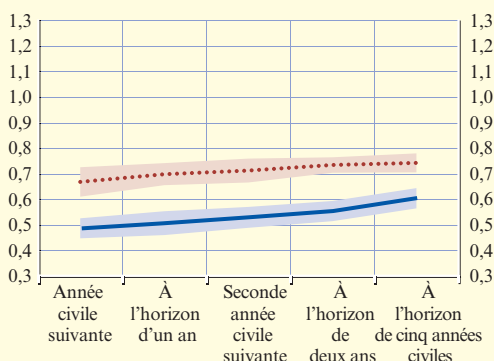
19 Ne sont pas évoqués ici d'autres moments plus élevés de la distribution agrégée susceptibles de fournir des informations au sujet de l'équilibre des risques ou des risques de perte extrême, en particulier l'asymétrie et l'aplatissement. Cf. G. Kenny, T. Kostka et F. Masera, *How informative are the subjective density forecasts of macroeconomists?*, Working Paper Series n° 1446, BCE, juillet 2012.

Graphique 5 Structure par termes de l'incertitude macroéconomique selon les prévisionnistes participant à l'EPP

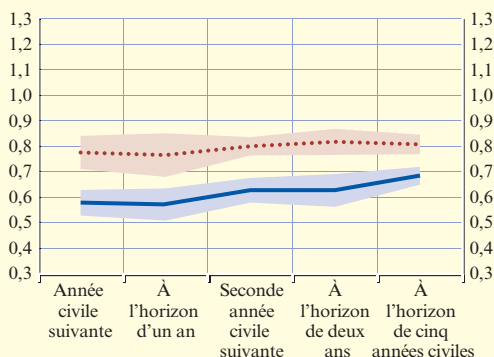
(en dollars par baril ; données trimestrielles)

- Moyenne (1999-2008)
- Moyenne (2009-2013)

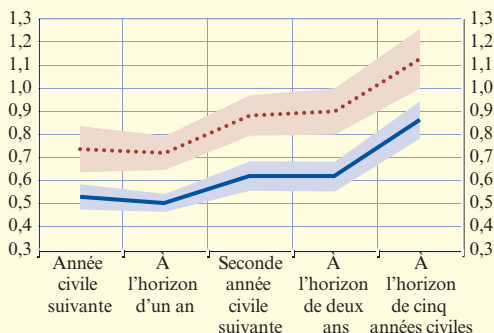
a) Inflation mesurée par l'IPCH (variation annuelle en pourcentage)



b) Croissance du PIB (variation annuelle en pourcentage)



c) Taux de chômage (en pourcentage)



Sources : EPP et calculs de la BCE

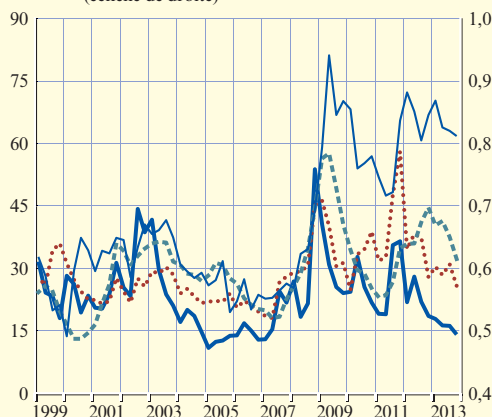
Notes : Les graphiques présentent la dispersion moyenne (telle que mesurée par l'écart-type) des distributions de probabilités agrégées de l'EPP. Les zones ombrées illustrent la variation autour de la moyenne et représentent un écart-type de ± 1 par rapport à la moyenne observée pour chaque période. L'axe des abscisses correspond à l'horizon. À noter que l'horizon correspondant à l'année civile en cours n'est pas indiqué du fait de la forte incidence de la saisonnalité du point de vue du nombre de mois restants au moment où la campagne est menée.

les anticipations d'inflation à plus long terme et celles relatives à la croissance du PIB, les anticipations à plus long terme concernant le chômage tendent à être liées au NAIRU, qui est susceptible de varier substantiellement au fil du temps, comme cela a été évoqué dans la section précédente. Deuxièmement, le degré perçu d'incertitude entourant les prévisions macroéconomiques s'est clairement déplacé vers le haut depuis le début de la crise économique. Pour chaque variable et horizon de prévision, l'incertitude agrégée s'est déplacée vers le haut durant la période postérieure à la crise.

L'accentuation de l'incertitude perçue est globalement conforme à d'autres indicateurs de l'incertitude macroéconomique. On observe un degré très élevé de corrélation avec d'autres indicateurs macroéconomiques de l'incertitude, comme la volatilité des marchés des actions et des obligations et les enquêtes sur le climat des affaires. Le graphique 6 retrace la mesure de l'incertitude pour les résultats à l'horizon de deux ans (moyenne non pondérée de la mesure de l'incertitude entourant les prévisions relatives à l'IPCH, à la croissance du PIB en volume et au taux de chômage), dans la mesure où il s'agit

Graphique 6 Recouplement par rapport à une sélection d'autres indicateurs de l'incertitude macroéconomique

- Volatilité implicite du marché des actions
- Volatilité implicite du marché des obligations
- - - Indicateur du climat économique
- Incertitude à l'horizon de deux ans ressortant de l'EPP (échelle de droite)



Sources : Bloomberg, Commission européenne, EPP et calculs de la BCE

Note : L'indicateur du climat économique est inversé et rééchélonné.

probablement de l'horizon de prévision le plus proche de ceux retenus dans le cadre de l'orientation à moyen terme de la politique monétaire. Cette corrélation indique que les mesures de l'incertitude tirées de l'EPP peuvent être des compléments utiles aux indicateurs financiers qui déterminent la direction dans laquelle l'incertitude évolue. Globalement, depuis début 2008, toutes les mesures de l'incertitude des prévisions tirées de l'EPP de la BCE ont augmenté pour l'ensemble des variables sur l'ensemble des horizons. Bien que cette hausse se soit en partie inversée depuis, l'incertitude demeure relativement élevée par rapport aux indicateurs des marchés financiers. Cela indique que, si la perception des risques spécifiques au marché s'est probablement atténuée, la perception des risques macroéconomiques globaux est demeurée élevée d'après les prévisionnistes.

À cet égard, toutefois, contrairement aux prévisions ponctuelles, il n'existe pas de référence directement observable pour les probabilités des prévisions qui permette d'évaluer plus facilement dans quelle mesure elles correspondent à la véritable densité de la variable considérée. Néanmoins, il existe des éléments indirects tendant à démontrer que les prévisionnistes participant à l'EPP de la BCE, tout comme de nombreux prévisionnistes macroéconomiques, ont en général sous-estimé l'incertitude au cours des dix dernières années²⁰. Les données provenant de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels menée aux États-Unis montrent que ces derniers tendent, eux aussi, à être excessivement optimistes quant à l'incertitude entourant leurs prévisions²¹. À cet égard, il se peut également que les perceptions actuellement élevées du risque ressortant du graphique 6 reflètent simplement l'adoption d'une évaluation plus réaliste qu'avant de l'incertitude macroéconomique, plutôt qu'une hausse effective du degré sous-jacent d'incertitude.

5 CONCLUSION

En liaison avec l'importance des anticipations pour l'économie, l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels collecte des informations concernant les perspectives d'évolution à court et moyen terme du secteur privé. Cette enquête revêt une très grande utilité pour l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix par les responsables de la politique monétaire, en apportant de précieuses informations sur les perspectives macroéconomiques de la zone euro ainsi que sur l'incertitude qui entoure ces évolutions. À cet égard, l'EPP offre un élément de comparaison utile avec les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème en termes de prévisions ponctuelles. En outre, les anticipations à plus long terme relatives à la croissance du PIB, au chômage et à l'inflation ressortant de l'EPP permettent de mieux appréhender les grandes forces qui sous-tendent la dynamique à long terme de la zone euro et la crédibilité de la politique monétaire de la BCE s'agissant de son objectif de stabilité des prix. Enfin, l'EPP fournit des informations sur l'évaluation, par les prévisionnistes professionnels, de l'incertitude qui entoure leurs prévisions, et apporte en cela une valeur ajoutée essentielle.

20 Cf. Bowles *et al.* (2010) *An Evaluation of the growth and unemployment forecasts in the ECB survey of professional forecasters*, OECD Journal: Journal of Business Cycle Measurement and Analysis, vol. 2010/2

21 Cf. M. P. Clements, *Subjective and ex post forecast uncertainty: US inflation and output growth*, The Warwick Economics Research Paper Series (TWERPS), n° 995, septembre 2012

ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ ET DES TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE

ARTICLES

Évolutions récentes
de l'excédent de liquidité
et des taux
du marché monétaire

Depuis l'introduction en octobre 2008 des opérations d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale, les banques de la zone euro évoluent dans un environnement de liquidité excédentaire, qui a atteint un pic en mars 2012 à la suite de l'adjudication des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans. Depuis début 2013, les banques ont la possibilité de rembourser, sur une base hebdomadaire, les fonds alloués lors de ces opérations de refinancement, ce qui a entraîné une baisse substantielle du niveau de l'excédent de liquidité. Le présent article explore les raisons à l'origine de la tendance à l'excédent de liquidité et évalue son incidence sur les taux du marché monétaire. Cette analyse permet de tirer plusieurs conclusions. Tout d'abord, la diminution progressive de l'excédent de liquidité découlant du remboursement volontaire des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans s'explique essentiellement par l'amélioration de l'accès au marché pour les banques de la zone euro. La baisse de la demande de liquidité excédentaire devrait se poursuivre en 2014, toutes choses égales par ailleurs, puisque l'échéance résiduelle des opérations d'une durée de trois ans tombe à moins d'un an et que les facteurs autonomes de la liquidité continuent d'accroître les besoins de refinancement des banques. Ensuite, au niveau actuel d'excédent de liquidité, les taux du marché monétaire sont restés globalement stables, même si les facteurs autonomes de la liquidité et les effets de calendrier ont entraîné de la volatilité à court terme. Enfin, l'anticipation des futurs taux du marché monétaire devient plus difficile dans un environnement où le stock de liquidité excédentaire risque de devenir trop faible pour ancrer les taux de marché au jour le jour au taux de la facilité de dépôt, mais pas assez faible pour que les taux se rapprochent du taux principal de refinancement de l'Eurosystème.

I INTRODUCTION

Le dispositif de gestion de la liquidité de l'Eurosystème a été développé autour du concept d'allocation neutre, qui visait à créer des conditions équilibrées de la liquidité sur le marché monétaire et permettait à la BCE de piloter les taux d'intérêt à très court terme vers un niveau proche du taux de soumission minimal de ses opérations principales de refinancement. Toutefois, après l'introduction en octobre 2008 d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, et notamment à la suite des deux opérations d'une durée de trois ans de décembre 2011 et février 2012, le système bancaire de la zone euro a connu des conditions de liquidité très abondante. Le 1^{er} mars 2012, l'excédent de liquidité (défini comme les dépôts constitués dans le cadre de la facilité de dépôt plus l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires) a culminé à 850 milliards d'euros. Depuis janvier 2013, toutefois, le système bancaire a enregistré un fléchissement progressif de la liquidité excédentaire, les banques ayant de plus en plus exercé l'option de remboursement anticipé intégrée dans ces opérations.

Le présent article examine les taux du marché monétaire et les anticipations relatives aux futurs taux à court terme dans le contexte de la baisse de l'excédent de liquidité et de la modification des conditions de marché. Il fournit donc des indications importantes sur les difficultés susceptibles d'apparaître en cas de nouvelle diminution de cet excédent. L'article examine les évolutions de la liquidité et du marché jusqu'au 10 décembre 2013, dernier jour de la onzième période de constitution de réserves de 2013. La section 2 décrit plus précisément les tendances récentes de la liquidité, analysant les principales modifications du dispositif d'apport de liquidité introduites lors de la crise financière. L'article s'intéresse ensuite aux facteurs associés à la diminution globale de l'encours des opérations de refinancement de l'Eurosystème. La section 3 explore un certain nombre de facteurs permettant d'anticiper la demande potentielle de liquidité excédentaire des banques, en expliquant le comportement des facteurs autonomes sur la base à la fois de tendances historiques et de profils saisonniers. La section 4 analyse l'incidence des évolutions de l'excédent de liquidité sur les taux du marché monétaire. Elle examine le mécanisme de transmission de cet excédent vers les marchés

monétaires d'après la relation historique existant entre les taux d'intérêt au jour le jour et la liquidité excédentaire. Elle étudie ensuite l'incidence de l'excédent de liquidité et de la volatilité des taux à court terme sur les anticipations relatives aux futurs taux du marché monétaire. Enfin, la section 5 conclut en évoquant quelques difficultés attendues, en lien avec la normalisation progressive des marchés monétaires et le fléchissement de la liquidité excédentaire qui en résulte.

2 TENDANCES DE L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ

L'excédent de liquidité enregistre une tendance baissière depuis son record historique de 850 milliards d'euros en 2012. Cette diminution s'explique essentiellement par l'amélioration des conditions de marché et par le recul de l'aversion au risque, qui ont permis aux banques de réduire leurs volants de liquidité de précaution. Toutefois, cet excédent peut encore persister en raison de la segmentation des marchés et des contraintes réglementaires prudentielles. À cet égard, un recul significatif de la demande des banques en excédents de réserves devrait se produire courant 2014, sous l'effet notamment de l'accélération du rythme des remboursements au titre des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans à mesure que l'échéance résiduelle des encours des prêts tombe à moins d'un an.

2.1 MODIFICATIONS DU DISPOSITIF D'APPORT DE LIQUIDITÉ DE L'EUROSYSTÈME

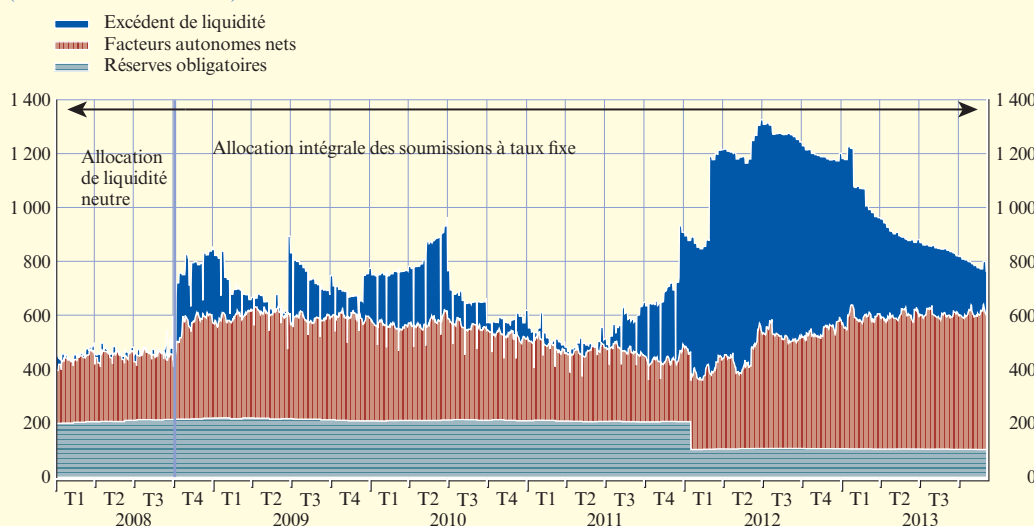
Dans le dispositif de mise en œuvre de la politique monétaire¹ antérieur à la crise, l'apport global de liquidité de l'Eurosystème était déterminé sur la base d'une estimation de la totalité des besoins de refinancement du secteur bancaire, qui dépendaient principalement des réserves obligatoires imposées par l'Eurosystème ainsi que des évolutions des facteurs autonomes de la liquidité² (c'est-à-dire les allocations de liquidité neutres). L'Eurosystème visait les besoins agrégés de refinancement du marché plutôt que les besoins des différentes banques. Le montant ciblé était attribué, sur une base hebdomadaire, *via* un appel d'offres à taux variable (opération principale de refinancement) assorti d'un taux de soumission minimal déterminé par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cette procédure était suffisante pour piloter les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire, tant que ce marché était capable de redistribuer la liquidité provenant des banques disposant d'un excédent de liquidité vers les banques ayant un déficit de liquidité. L'excédent de liquidité était très faible, puisqu'il était rémunéré à des taux inférieurs à ceux du marché, et les banques n'étaient pas incitées à détenir d'importants excédents de réserves pour se prémunir contre le risque de liquidité, puisque l'offre de liquidité privée était facilement disponible.

Or, la crise financière a profondément affecté le fonctionnement des marchés monétaires de la zone euro, entraînant des modifications importantes dans la mise en œuvre traditionnelle de la gestion de la liquidité par l'Eurosystème. Lors de la crise, le crédit a été rationné sur le marché interbancaire : en effet, les banques disposant d'un excédent de liquidité sont devenues réticentes à prêter aux banques ayant un déficit de liquidité, notamment pour les opérations transfrontières, ce qui a entravé l'efficacité de l'apport de liquidité par les marchés monétaires. Dans ces conditions, le recours des banques aux opérations de refinancement de l'Eurosystème est devenu volatil et difficile à prévoir. En conséquence, en octobre 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé de servir entièrement

- 1 Le cadre opérationnel standard de l'Eurosystème est décrit de façon plus détaillée dans la publication de la BCE intitulée *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro – Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*.
- 2 Les facteurs autonomes de la liquidité se définissent comme les postes du bilan consolidé de l'Eurosystème autres que les opérations de politique monétaire, qui se traduisent par une fourniture ou un retrait de liquidité et affectent ainsi les comptes courants détenus par les établissements de crédit auprès de l'Eurosystème (cf. l'encadré 2 du *Bulletin mensuel* de juillet 2001). Les facteurs autonomes les plus importants sont les billets en circulation, les dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème et les réserves nettes de change.

Graphique 1 Besoins de refinancement et excédent de liquidité depuis 2008

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

(à taux fixe) les demandes de toutes les banques participant à ses opérations de refinancement, y compris les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement d'une durée supérieure à sept jours (opérations de refinancement à plus long terme). En novembre 2013, la procédure d'allocation intégrale à taux fixe a été prolongée pour une durée aussi longue que nécessaire et au moins jusqu'en juillet 2015.

La procédure d'allocation intégrale à taux fixe a entraîné une modification de l'apport de liquidité par l'Eurosystème. En effet, cet apport est désormais déterminé par la demande globale des différentes banques, alors qu'il était déterminé précédemment par l'Eurosystème à partir de son estimation du total des besoins de refinancement du système bancaire. Ce nouveau système a engendré un excédent de liquidité, puisque la demande de refinancement des banques (et les adjudications de l'Eurosystème) était supérieure aux besoins agrégés découlant des facteurs autonomes de la liquidité et des réserves obligatoires. Les banques ont volontairement demandé davantage de liquidité que nécessaire pour se prémunir à un coût raisonnable contre d'éventuelles difficultés d'accès au marché monétaire. Le graphique 1 illustre les besoins de refinancement résultant des facteurs autonomes et des réserves obligatoires ainsi que l'excédent de liquidité, dont le niveau, faible dans le cadre de la procédure d'allocation de liquidité neutre, a augmenté lors de l'introduction de la procédure d'allocation intégrale à taux fixe. Toutefois, la plus forte augmentation de cet excédent s'est produite après l'adjudication des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, en décembre 2011 et en février 2012. La forte demande enregistrée pour ces deux opérations s'expliquait, d'une part, par de véritables besoins de refinancement (cf. encadré 1) et, d'autre part, par la volonté d'accumuler des volants de liquidité de précaution, qui ont porté l'excédent de liquidité à des niveaux exceptionnellement élevés.

2.2 TENDANCES RÉCENTES DE L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ

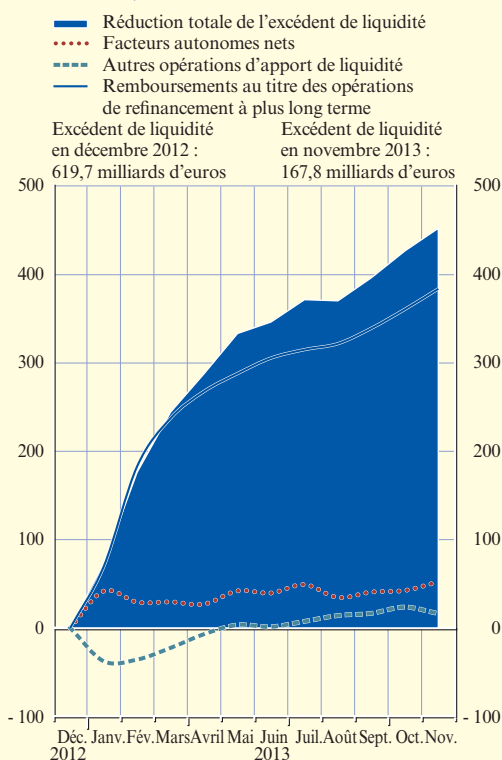
Les demandes de refinancement des banques ont diminué peu de temps après le record historique atteint par l'excédent de liquidité en mars 2012 et ce, pour trois raisons. Premièrement, la demande de liquidité lors des opérations régulières de refinancement a baissé, tandis que les besoins de refinancement

continuaient d'augmenter, en raison des facteurs autonomes de la liquidité. Deuxièmement, depuis janvier 2013, les banques ont activement utilisé la possibilité, offerte dans les modalités des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, de rembourser les fonds attribués précédemment. Entre décembre 2012 et novembre 2013, l'excédent de liquidité, en moyenne sur une période de constitution de réserves, est revenu de 452 milliards d'euros à 168 milliards. Environ 89 % de cette réduction (soit 400 milliards d'euros) s'explique par la baisse du recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème (dont 384 milliards pour les remboursements des opérations d'une durée de trois ans). Pour le reste, elle s'explique par une hausse de 52,3 milliards d'euros des facteurs autonomes de la liquidité (cf. graphique 2). L'excédent de liquidité fourni par les autres opérations et facilités de l'Eurosystème a diminué de 16,3 milliards d'euros depuis décembre 2012.

En novembre 2013, les banques avaient remboursé 40 % environ de leur emprunt initial. D'après les analyses des experts de la BCE à partir des états financiers des banques participantes, les conditions de financement et les considérations de refinancement, essentiellement à court et moyen terme, ont largement déterminé la participation aux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans (cf. encadré 1). C'est ainsi que les remboursements les plus importants ont été effectués par les participants qui avaient le plus augmenté leur base de dépôts et leur accès au marché. Cette évolution s'est traduite par une amélioration notable de la situation de trésorerie de ces banques fin 2012, à la veille d'effectuer leurs premiers remboursements en janvier et février 2013. D'après une enquête également réalisée auprès des banques considérées, ces remboursements s'expliquent essentiellement par la possibilité d'obtenir un financement de marché à des taux concurrentiels et par la volonté de réduire les volants de sécurité, la situation sur les marchés de capitaux s'améliorant progressivement et la fragmentation des marchés commençant à diminuer. Certaines banques conservaient sur leurs comptes auprès de l'Eurosystème un excédent de réserves équivalant au montant de leur emprunt initial, traduisant par là une stratégie de précaution. Ces banques ont remboursé 82 % de leurs emprunts sur trois ans à la première occasion, contre 28 % pour les autres banques en novembre 2013.

Graphique 2 Ventilation de l'absorption de l'excédent de liquidité

(variations cumulées depuis décembre 2012 ; montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Note : Sur la base des moyennes des périodes de constitution

Encadré I

FACTEURS DÉTERMINANT LES REMBOURSEMENTS DES DEUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À LONG TERME D'UNE DURÉE DE TROIS ANS : DONNÉES EMPIRIQUES FONDÉES SUR LES BILANS DES BANQUES

Le présent encadré fournit des informations sur les principaux déterminants de la participation des banques aux deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans conduites en décembre 2011 et en février 2012 et sur les raisons possibles du remboursement anticipé de ces fonds. Les informations utilisées se fondent sur des états financiers annuels, accessibles au public, pour 393 banques, et sur des informations mensuelles relatives au bilan, non publiques, pour 238 banques. Ces deux séries de données couvrent 220 et 131 des banques ayant participé à l'une au moins de ces deux opérations de refinancement à trois ans, représentant respectivement 78 % et 80 % du montant total alloué de 1 018,7 milliards d'euros ¹.

Facteurs déterminant la participation aux deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans

La comparaison des caractéristiques pertinentes des bilans des banques ayant pris part à ces deux opérations et des banques n'y ayant pas eu recours montre que les considérations de financement ont joué un rôle essentiel dans les décisions d'y participer. Cette conclusion est conforme aux données existantes sur les facteurs déterminant la participation à ces opérations, qui sont fondées sur des informations relatives aux besoins de refinancement des banques et aux écarts de rendement des obligations bancaires ².

Le graphique A montre que, sur les quinze mois précédant mars 2012 (date de règlement de la deuxième opération), les banques ayant pris part à l'une au moins de ces deux opérations d'une durée de trois ans enregistraient, en moyenne, des entrées beaucoup plus faibles sur les dépôts du secteur privé non financier que les banques n'ayant pas soumissionné. La participation à ces opérations s'explique donc en partie par la situation de financement de chaque banque. Par ailleurs, le graphique B montre que le ratio de la dette non garantie de premier rang (ayant une échéance de plus d'un an) rapportée au total des engagements a davantage diminué pour les banques participantes que pour les autres, entre décembre 2011 et décembre 2012. Le recours des banques à ces opérations d'une durée de trois ans était donc déterminé, dans une certaine mesure, par des besoins imminents de refinancement à court et moyen terme. Bien évidemment, les banques participant à l'une au moins de ces opérations se constituaient en partie un volant de sécurité en prévision de la baisse anticipée, à la fois de la durée et, éventuellement, de l'encours de la dette non garantie de premier rang, ce qui leur a permis d'attendre une amélioration des conditions d'émission.

Caractéristiques des banques ayant commencé à rembourser les fonds levés lors des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans

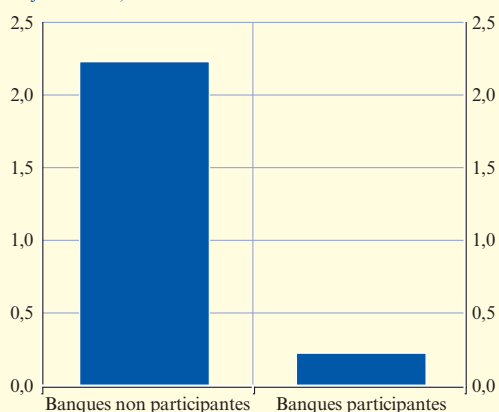
Les données fondées sur les bilans des banques identifient l'amélioration des conditions de financement et le besoin de volants de liquidité plus faibles comme des facteurs importants dans les décisions de remboursement des banques.

1 Cf. l'encadré intitulé *La logique économique et l'incidence sur le marché monétaire du remboursement anticipé des fonds levés lors des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans* du Bulletin mensuel de février 2013 et l'encadré intitulé *Remboursements anticipés des fonds levés par le biais des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans : évolutions depuis février 2013* du Bulletin mensuel de juillet 2013

2 Cf. l'encadré intitulé *L'incidence de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans* du Bulletin mensuel de janvier 2012 et l'encadré intitulé *L'incidence des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans* du Bulletin mensuel de mars 2012

Graphique A Flux cumulés des dépôts du secteur privé non financier entre janvier 2011 et mars 2012

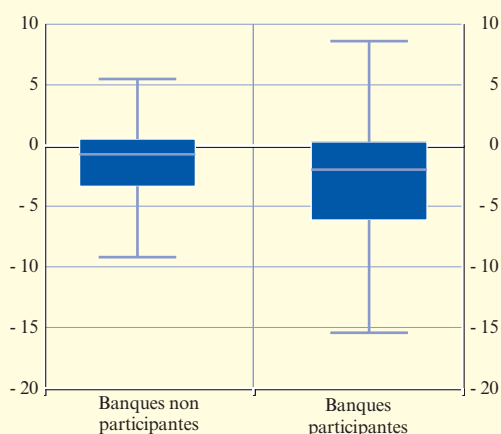
(moyenne des flux cumulés ; en pourcentage des principaux actifs en janvier 2011)



Sources : BCE et calculs de la BCE

Graphique B Variation du ratio dette de premier rang ayant une échéance de plus d'un an/total des engagements entre décembre 2011 et décembre 2012

(en points de pourcentage)

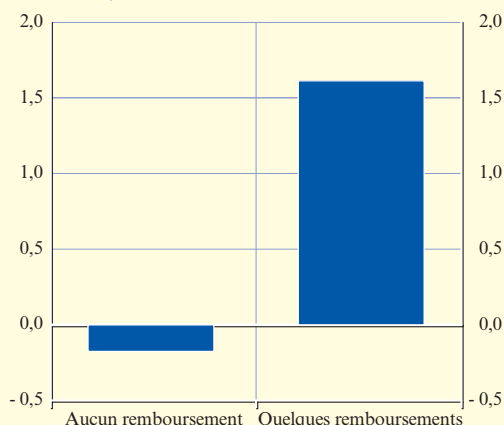


Sources : Fitch et calculs de la BCE

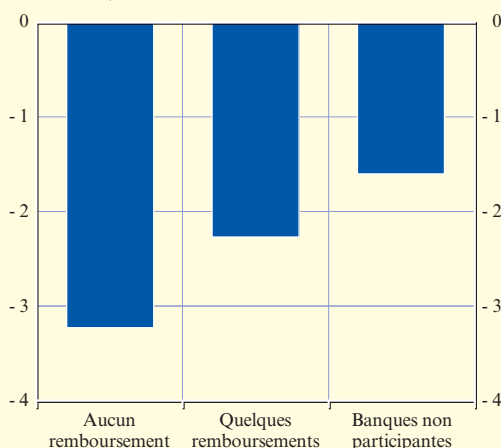
Note : La bande bleue inférieure représente le 25^e percentile de la distribution. La bande bleue supérieure représente le 75^e percentile. La ligne bleue du milieu est la médiane. La valeur la plus élevée et la valeur la plus faible représentent le maximum et le minimum de la distribution.

Le graphique C montre que les banques procédant à des remboursements ont enregistré, en moyenne, des entrées de dépôts beaucoup plus importantes depuis la conduite de la deuxième opération en février 2012 que les établissements qui n'ont pas exercé cette option. Ces derniers ont au contraire enregistré, en moyenne, des sorties au titre des dépôts du secteur privé non financier. L'amélioration du financement par les dépôts constitue par conséquent un important facteur d'explication des décisions de remboursement. Les banques effectuant des remboursements ont enregistré environ 150 milliards d'euros d'entrées sur les dépôts depuis mars 2012, ce qui représente un montant significatif par rapport au total des remboursements d'environ 380 milliards. De plus, ces banques n'ont constaté, en moyenne, qu'une faible diminution de leur stock de titres de créance depuis la conduite de la deuxième opération de refinancement d'une durée de trois ans. Cette baisse était d'ampleur comparable à celle enregistrée par les banques ayant choisi de ne pas participer à ces deux opérations. En revanche, les banques n'optant pas pour un remboursement ont connu, en moyenne, un fléchissement plus marqué de leurs émissions de titres de créance (cf. graphique D). Ces évolutions de l'encours des titres émis indiquent que les conditions de financement de marché constituent un déterminant important des décisions de rembourser les fonds levés lors des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans.

Fin 2012, la banque procédant au remboursement à la médiane détenait également une part plus importante de disponibilités par rapport au total de ses actifs que les banques n'ayant pas exercé l'option de remboursement et que les celles n'ayant participé à aucune des opérations (cf. graphique E). Certaines banques ont accumulé, de façon stratégique, des volants de liquidité à fin 2012 en prévision de remboursements dès janvier 2013. Par ailleurs, entre 2011 et 2012, la banque procédant au remboursement à la médiane a connu une amélioration plus marquée de son ratio de fonds propres durs (*core Tier 1*) que les banques appartenant aux deux autres catégories (cf. graphique F) : par conséquent, les améliorations du bilan des banques ont une grande importance par rapport aux décisions de remboursement.

**Graphique C Flux cumulés des dépôts
du secteur privé non financier entre mars 2012
et juin 2013**(moyenne des flux cumulés ; en pourcentage des principaux actifs
en mars 2012)

Sources : BCE et calculs de la BCE

**Graphique D Flux cumulés des émissions
de titres de créance entre mars 2012
et juin 2013**(moyenne des flux cumulés ; en pourcentage des principaux actifs
en mars 2012)

Sources : BCE et calculs de la BCE

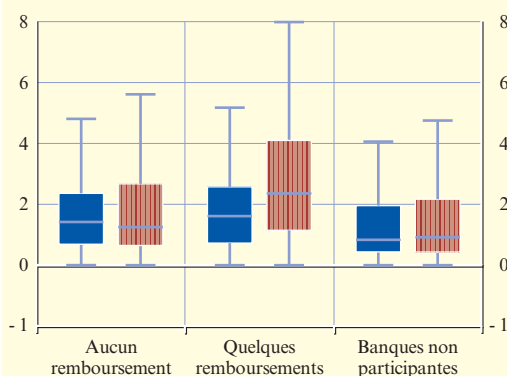
Améliorations des conditions agrégées de financement et des profils d'évolution des remboursements

Les données agrégées relatives aux conditions de dépôt et aux conditions de financement de marché non garanti s'appliquant aux banques corroborent largement les conclusions fondées sur les données tirées des bilans des banques. Depuis la conduite de la première opération de refinancement à long terme d'une durée de trois ans en décembre 2011, le coût du financement par endettement a considérablement diminué pour les banques. L'amélioration des conditions globales de financement des banques a été particulièrement forte jusque début 2013 et explique certainement en grande partie les importants remboursements effectués initialement, lorsque

**Graphique E Ratio disponibilités/total des actifs
en décembre 2011 et décembre 2012**

(en pourcentage)

■ 2011 ■ 2012

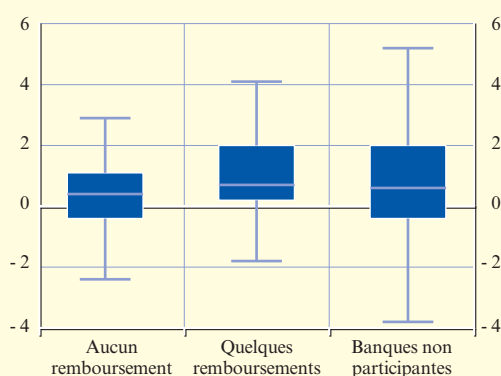


Sources : Fitch et calculs de la BCE

Note : La bande bleue inférieure représente le 25^e percentile de la distribution. La bande bleue supérieure représente le 75^e percentile. La ligne bleue du milieu est la médiane. La valeur la plus élevée et la valeur la plus faible représentent le maximum et le minimum de la distribution.

**Graphique F Variations des ratios
de fonds propres réglementaires Tier 1
entre décembre 2011 et décembre 2012**

(en pourcentage)



Sources : Fitch et calculs de la BCE

Note : La bande bleue inférieure représente le 25^e percentile de la distribution. La bande bleue supérieure représente le 75^e percentile. La ligne bleue du milieu est la médiane. La valeur la plus élevée et la valeur la plus faible représentent le maximum et le minimum de la distribution.

cette option a été offerte pour la première fois. Les conditions de financement des banques ont continué de s'améliorer depuis début 2013, bien qu'à un rythme plus lent, ce qui est tout à fait cohérent avec la diminution des flux de remboursement.

Les conclusions évoquées plus haut complètent les informations disponibles montrant que l'amélioration du financement par les dépôts et de l'accès au marché obligataire constituent des déterminants importants des décisions de remboursement anticipé des banques. Par conséquent, les remboursements reflètent, dans une large mesure, une amélioration de l'environnement des marchés financiers de la zone euro et une baisse de la fragmentation depuis l'été 2012. Dans le même temps, l'accès des banques à un apport de liquidité en quantité illimitée est garanti par la décision, prise le 7 novembre 2013, de prolonger la procédure d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'en juillet 2015.

3 FACTEURS POTENTIELS INFLUENÇANT LA TRAJECTOIRE DE L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ

Diverses sources de demande de liquidité excédentaire devraient disparaître à l'avenir, tandis que d'autres sont appelées à persister. Parmi elles, certaines sont directement contrôlées par les banques en raison du dispositif de fourniture de liquidité adopté depuis l'introduction en 2008 de la procédure d'allocation intégrale à taux fixe et depuis la possibilité de remboursement anticipé offerte en 2013. D'autres, en revanche, ont trait aux facteurs autonomes de la liquidité qui échappent généralement au contrôle direct des banques.

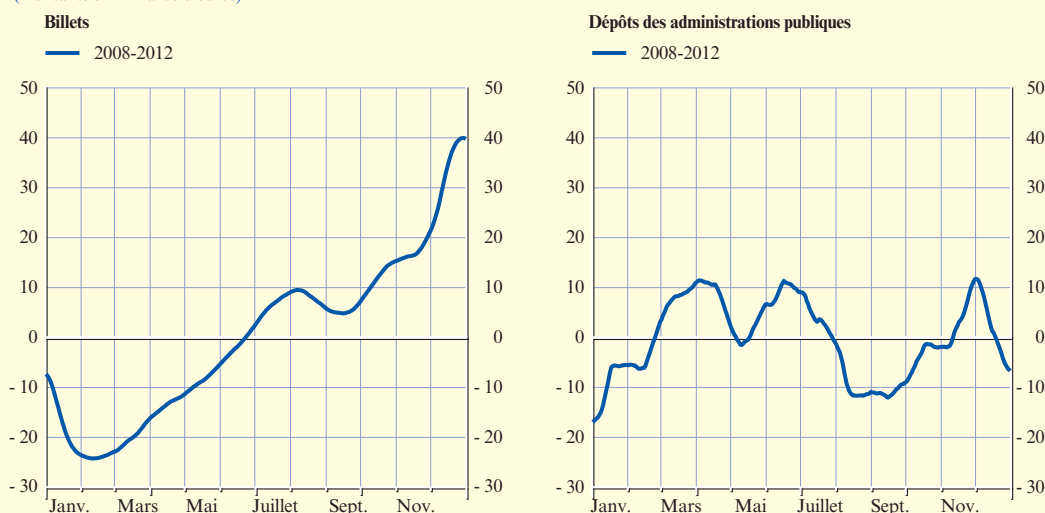
Les réglementations prudentielles de la liquidité pourraient entraîner une hausse de la demande de refinancement de banque centrale. En effet, l'éligibilité des garanties au titre des opérations de l'Eurosystème est plus large que les exigences de garanties de qualité élevée au titre du ratio de liquidité à court terme. Dans le même temps, les remboursements des fonds alloués dans le cadre des opérations d'une durée de trois ans pourraient augmenter dès lors que l'échéance résiduelle devient inférieure à un an (c'est-à-dire à partir de début 2014), le financement de banque centrale d'une durée inférieure à un an n'améliorant pas le profil des échéances des banques d'un point de vue réglementaire.

Le recours au financement de l'Eurosystème et, par conséquent, l'excédent de liquidité dépendent de façon cruciale des évolutions du sentiment de marché : l'augmentation des turbulences sur les marchés pourraient entraîner une hausse de la demande de refinancement de l'Eurosystème, mais cet excédent de liquidité pourrait disparaître avec l'amélioration de la confiance et la diminution de la segmentation de marché. En fin de compte, la baisse du recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème pourrait se poursuivre si les conditions du crédit et les risques des pays continuent de diminuer et si, par conséquent, les banques disposant d'un excédent de liquidité reprennent suffisamment confiance pour prêter aux banques ayant un déficit de liquidité. Par ailleurs, le niveau des taux du marché monétaire par rapport au taux de l'opération de refinancement à plus long terme peut influencer la trajectoire des remboursements et donc le niveau de l'excédent de liquidité : un coût plus élevé du financement privé entraînerait, toutes choses égales par ailleurs, une baisse des remboursements, et inversement. Dans le même temps, le niveau des taux du marché monétaire étant endogène, puisque l'importance des remboursements influence le stock de liquidité excédentaire, il peut avoir une incidence sur le niveau des taux du marché monétaire.

Dans le cadre des procédures à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions, des hausses temporaires du volume adjugé lors des opérations principales de refinancement ont été observées

Graphique 3 Profils saisonniers d'une sélection de facteurs autonomes de la liquidité

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Note : Le graphique illustre les écarts par rapport à l'encours moyen des billets et des dépôts des administrations publiques tout au long de l'année pour différentes sous-périodes.

en juin, en juillet et en novembre 2013, lorsque les banques se sont tournées vers l'Eurosystème pour pallier une détérioration momentanée des conditions de financement sur le marché monétaire national. Cette demande supplémentaire n'étant pas totalement satisfaite par les opérations sur le marché monétaire intra-Eurosystème en raison de la segmentation du marché, le recours aux opérations de l'Eurosystème a été nécessaire pour absorber les chocs temporaires de liquidité. Tant que la procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions restera en place, les conditions entraînant un excédent de liquidité risquent de persister, dans l'hypothèse où les banques continuent de recourir aux opérations de refinancement de l'Eurosystème pour neutraliser des chocs temporaires de liquidité.

À court terme, les variations des facteurs autonomes constituent la principale source de volatilité de l'excédent de liquidité. Les dépôts des administrations publiques, notamment, ont tendance à soustraire de gros montants de liquidité du marché (c'est-à-dire des comptes courants des banques auprès de l'Eurosystème) lors des périodes de collecte des impôts. Cette liquidité n'est ensuite réinjectée dans le marché que lorsque les trésors publics nationaux effectuent des paiements (versements de salaires ou remboursement de dette, par exemple³). Par conséquent, les variations des dépôts des administrations publiques ne modifient pas, en moyenne, l'excédent global de liquidité, mais elles peuvent introduire de la volatilité à court terme (cf. graphique 3). À cet égard, les billets suivent un profil saisonnier régulier lié aux périodes de vacances pendant lesquelles la demande d'espèces est généralement élevée.

La volatilité de l'excédent de liquidité déclenchée par les facteurs autonomes ne constitue pas un phénomène nouveau. Cependant, étant donné la tendance baissière de l'excédent de liquidité, la volatilité par rapport au montant de cet excédent a augmenté au cours des derniers mois, ce qui accroît la possibilité d'influencer l'activité du marché monétaire. En outre, compte tenu de l'importance

3 Certains trésors publics ont activement géré leurs flux de trésorerie en réinvestissant, de façon temporaire, une partie de leur excédent de liquidité sur le marché, ce qui réduit l'incidence de leurs opérations sur cet excédent, sans toutefois l'éliminer complètement.

de la segmentation du marché, les flux intra-zone euro n'atténuent pas ces chocs domestiques aussi efficacement que par le passé.

4 INCIDENCE DE L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ SUR LES TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE DE LA ZONE EURO

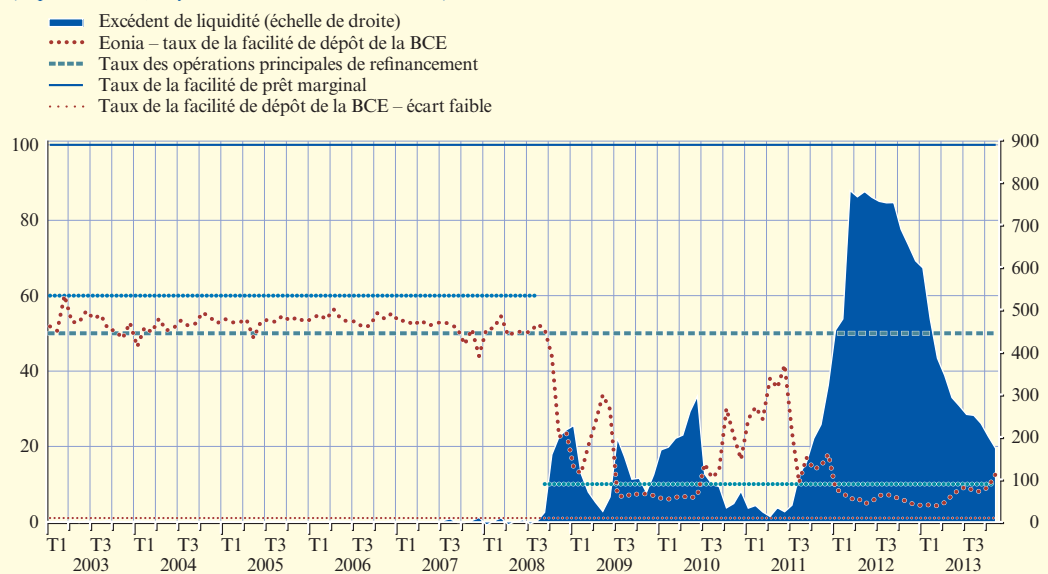
L'excédent de liquidité est demeuré à un niveau suffisamment élevé pour assurer une grande stabilité des taux à très court terme du marché monétaire, en moyenne, jusqu'à juin 2013 environ. Autour de cette période, une situation de liquidité moins abondante s'est traduite par des taux d'intérêt à court terme légèrement plus volatils, notamment vers la fin de chaque mois. La volatilité accrue des taux à court terme a compliqué le processus d'extraction de signaux ainsi que la formation des anticipations des intervenants de marché concernant l'orientation future des taux du marché monétaire.

4.1 MÉCANISME DE TRANSMISSION DE L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ AU MARCHÉ MONÉTAIRE

Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème vise à piloter les taux d'intérêt à très court terme vers des niveaux conformes à la décision du Conseil des gouverneurs relative aux taux directeurs. Dans les années qui ont précédé le début de la crise financière, la réalisation de cet objectif s'appuyait sur trois éléments principaux. Premièrement, le niveau des taux à très court terme était orienté vers un niveau proche du taux de soumission minimal par le biais de la fourniture hebdomadaire de liquidité dans le cadre des opérations principales de refinancement⁴. Deuxièmement, la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt de la BCE assuraient le maintien des taux à court terme du

Graphique 4 Eonia, corridor normalisé des taux de la BCE et excédent de liquidité

(en points de base ; moyenne mensuelle en milliards d'euros)



Source : BCE

Notes : L'Eonia est normalisé pour un corridor de taux constant à 100 points de base. L'écart faible représente l'intervalle dans lequel s'est généralement situé l'Eonia par rapport au taux des opérations principales de refinancement jusqu'au troisième trimestre 2008 et au taux de la facilité de dépôt depuis le troisième trimestre 2008.

4 La fourniture de liquidité dans le cadre des opérations principales de refinancement était fondée jusqu'en octobre 2008 sur une procédure d'appel d'offres à taux variable, assortie d'un taux de soumission minimal. Ce dernier est le taux en dessous duquel l'Eurosystème n'accepte pas de soumission. Par la suite, une procédure d'appel d'offres à taux fixe a été instituée et le taux de soumission minimal est devenu le taux auquel la totalité des soumissions est servie.

marché monétaire, généralement les taux au jour le jour sur le marché interbancaire, à l'intérieur d'un corridor déterminé (cf. graphique 4). Enfin, le mécanisme de constitution en moyenne des réserves obligatoires a servi à limiter les fluctuations des taux à court terme.

Les intervenants de marché tentent généralement d'anticiper les modifications des taux directeurs afin de déterminer les taux du marché monétaire sur d'autres échéances. Dans la zone euro, les *swaps* de taux au jour le jour (OIS) sont les principaux instruments utilisés par les intervenants de marché pour prendre position sur les décisions attendues de la banque centrale. Les *swaps* Eonia⁵ indiquent le niveau moyen auquel les intervenants de marché s'attendent à ce que l'Eonia s'établisse au cours d'une période de constitution de réserves – d'une durée d'un mois environ – dans le futur. Par exemple, un *swap* Eonia six mois sur une période de constitution, valorisé à fin novembre 2013, indique la moyenne anticipée des taux Eonia six mois plus tard. Les taux de financement, comme le taux interbancaire offert en euros (Euribor), suivent généralement les taux des *swaps* au jour le jour, avec un écart reflétant les primes de terme et le risque de contrepartie, dans la mesure où ils fournissent une indication du coût à court terme du financement dans le futur.

Dans la période qui a précédé la crise, jusqu'en octobre 2008, le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème a permis d'orienter les taux au jour le jour vers des niveaux proches du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement. De précédentes estimations ont montré qu'un faible écart tend à persister entre l'Eonia et le taux des opérations principales de refinancement au cours de cette période (cf. graphique 4), car l'Eonia est une opération en blanc, tandis que les opérations de refinancement de l'Eurosystème font l'objet de garanties. Cet écart a été attribué au risque de crédit lié à la réalisation de transactions au jour le jour sur le marché et à un degré d'incertitude concernant la répartition des fonds alloués.

La crise financière a fait évoluer la position du taux au jour le jour à l'intérieur du corridor des taux d'intérêt lorsque l'Eurosystème a renoncé aux conditions de liquidité neutres (cf. graphique 4). En raison de l'excédent de liquidité, l'Eonia n'était plus lié au taux des opérations principales de refinancement et il a diminué pour ressortir à son plus bas niveau possible, quelques points de base au-dessus du taux de la facilité de dépôt de la BCE. Ce taux constitue une limite inférieure pour les taux d'intérêt du marché monétaire interbancaire, les banques qui disposent d'un accès à la facilité de dépôt n'ayant pas vocation à prêter sur le marché monétaire à un taux moins favorable que celui de la facilité de dépôt auquel elles peuvent placer un montant illimité de liquidités excédentaires. En raison du niveau élevé de l'excédent de liquidité observé en 2012, l'écart entre l'Eonia et le taux de la facilité de dépôt de la BCE s'est maintenu dans une fourchette étroite comprise entre trois et dix points de base. Cet écart peut être attribué au risque de crédit associé à la réalisation de transactions avec le marché par opposition au dépôt de liquidités auprès de l'Eurosystème.

4.2 RELATION HISTORIQUE ENTRE L'EONIA ET L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ

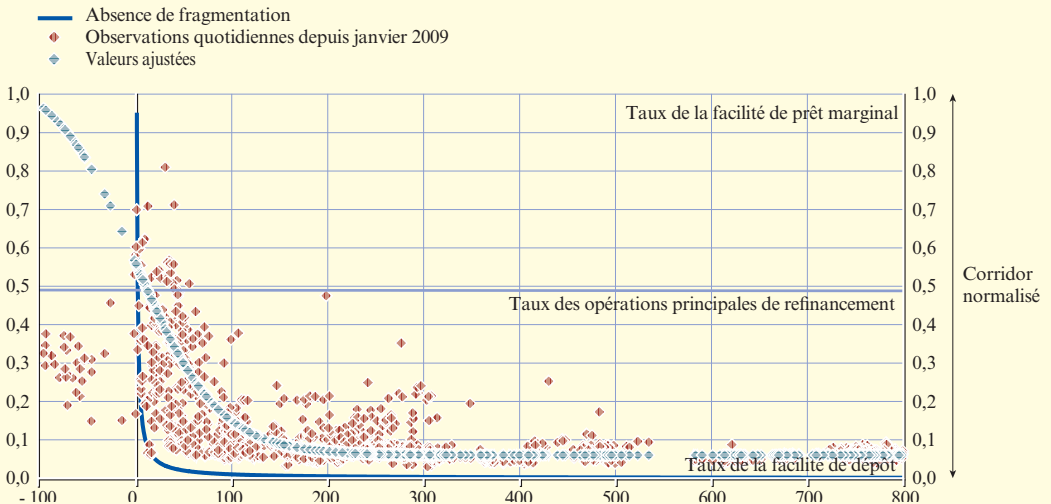
L'Eonia a augmenté, sur la base moyenne d'une période de constitution de réserves, pour atteindre 11,8 points de base, l'excédent de liquidité étant revenu à 168,4 milliards d'euros environ le 20 novembre 2013 au cours de la onzième période de constitution.

Afin de remettre en perspective les évolutions mentionnées plus haut mais également d'obtenir des indications sur la trajectoire potentielle de l'Eonia dans un environnement caractérisé par un recul

⁵ L'Eonia désigne le taux de référence au jour le jour effectif pour l'euro. Il est calculé comme la moyenne pondérée de toutes les transactions au jour le jour de prêts non garantis sur le marché interbancaire réalisées dans l'Union européenne et dans les pays de l'Association européenne de libre-échange (AELE) par un panel de banques.

Graphique 5 Relation historique entre l'Eonia et l'excédent de liquidité (2009-2013)

(en points de pourcentage ; montant en milliards d'euros)



Source : BCE

Note : L'Eonia est normalisé pour un corridor de taux constant à 100 points de base.

de l'excédent de liquidité, il est utile de s'appuyer sur les données empiriques retraçant la relation historique entre ces deux grandeurs. Le graphique 5 présente un ajustement en échantillon d'une fonction logistique de l'Eonia sur l'excédent de liquidité. La relation est estimée pour la période allant de janvier 2009 à novembre 2013. Cette période est caractérisée par les procédures d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale de la liquidité et par un niveau élevé d'excédent de liquidité. Elle est également marquée par des tensions prononcées sur le marché interbancaire et par de fortes turbulences financières.

Dans l'hypothèse d'un bon fonctionnement des marchés monétaires, la relation entre les taux d'intérêt à très court terme et l'excédent de liquidité devrait présenter un degré très élevé de sensibilité. Dans un tel environnement, des niveaux assez faibles d'excédent de liquidité sont suffisants pour ancrer les taux à court terme à un niveau proche du taux de la facilité de dépôt. En effet, les banques disposant d'un excédent de liquidité ne sont guère incitées à accumuler des liquidités au-delà d'un coussin de sécurité relativement peu important, généralement détenu pour des motifs de précaution, et préfèrent donc prêter le reliquat à des banques ayant un déficit de liquidité.

Toutefois, la réactivité des taux du marché monétaire à un excédent de liquidité est également déterminée par les conditions prévalant sur le marché et, surtout, par l'ampleur de la fragmentation sur le marché interbancaire. Une augmentation du degré de fragmentation du marché est généralement associée à une hausse de la demande de volants de liquidité. Les banques accumulent des volants de liquidité supplémentaires, parce qu'elles perdent confiance dans la capacité du marché à absorber les chocs de liquidité. Ainsi, pendant les périodes de turbulences sur les marchés et de difficultés économiques, les demandes d'assurance de la part des banques sont appelées à augmenter de façon disproportionnée, ce qui devrait réduire la part de l'excédent de liquidité négociable et rapidement disponible sur le marché interbancaire. Dans ces conditions, la sensibilité des taux à très court terme à l'excédent de liquidité diminue, tendant à aplatir légèrement la pente de la courbe correspondante par rapport à des conditions de marché normales.

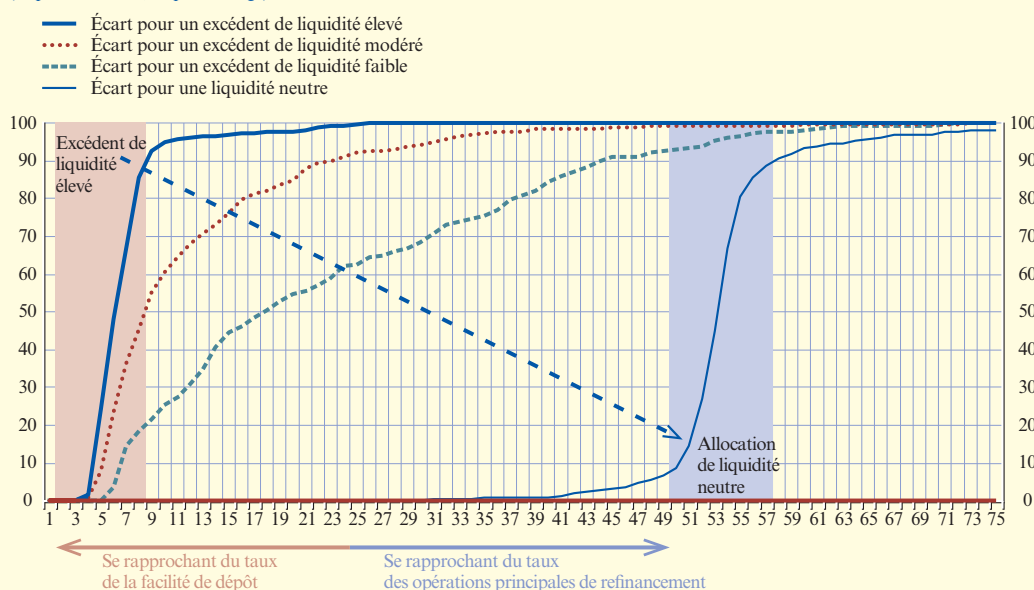
4.3 ANCRAGE DES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME ET VOLATILITÉ DES TAUX

Comme indiqué plus haut, l'ancrage des taux du marché monétaire fonctionne bien dans des environnements caractérisés par des conditions de liquidité neutres (ancrage au taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement) ainsi que dans des situations d'abondance de liquidités excédentaires (ancrage au taux de la facilité de dépôt de la BCE). Toutefois, lorsque le niveau de l'excédent de liquidité est trop élevé pour maintenir les taux du marché au jour le jour proches du taux des opérations principales de refinancement, mais ne l'est pas suffisamment pour les maintenir proches du taux de la facilité de dépôt, la formation des anticipations relatives à l'évolution future des taux d'intérêt à court terme devient plus complexe.

Le graphique 6 présente la distribution cumulée de l'écart entre l'Eonia et le taux de la facilité de dépôt de la BCE pour différents niveaux d'excédent de liquidité. Chaque courbe représente le même nombre d'observations en termes d'écarts Eonia pour des tranches décroissantes d'excédent de liquidité. La courbe en bleu représente la distribution cumulée de l'écart sur l'ensemble de la période durant laquelle le mode d'allocation en vigueur était neutre sur la liquidité, c'est-à-dire jusqu'à l'introduction de la procédure à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions en octobre 2008. L'écart entre l'Eonia et le taux de la facilité de dépôt de la BCE est plus fréquemment supérieur à sept points de base lorsque l'excédent de liquidité recule, affaiblissant ainsi le lien entre le taux de la facilité de dépôt de la BCE et les taux à très court terme du marché monétaire. Lorsque l'excédent de liquidité a atteint des niveaux faibles mais que les conditions de la liquidité n'étaient pas encore neutres, cet écart a eu tendance à être largement distribué au sein du corridor, parfois de manière aléatoire.

Graphique 6 Distribution cumulée de l'écart entre l'Eonia et le taux de la facilité de dépôt de la BCE pour différents niveaux d'excédent de liquidité (2003-2013)

(en points de base ; en pourcentage)



Source : BCE

Note : L'Eonia est normalisé pour un corridor de taux constant à 100 points de base.

Plusieurs facteurs peuvent amener l'Eonia à s'écarter du taux de la facilité de dépôt de la BCE en présence d'un excédent de liquidité faible. Par exemple, les banques préfèrent ne pas réaliser de transactions sur le marché en fin de mois et en fin de trimestre. Notamment, en conservant des liquidités aux environs de ces dates, les banques peuvent présenter une position de liquidité plus forte dans leurs états financiers. Cette pratique entraîne un pic de l'Eonia et des taux des pensions. Facteur aggravant, l'ampleur des pics de fin de mois dépend des besoins de refinancement sur le marché, donc du niveau de l'excédent de liquidité, lequel est difficile à prévoir avec précision.

Les dépôts des administrations publiques peuvent avoir une incidence sur les marchés monétaires, car ils créent un cycle de liquidité qui n'est pas entièrement lissé par les flux intra-Eurosystème. Ce cycle de liquidité induit par la fiscalité est bien connu des intervenants de marché, mais son incidence sur les taux dans un marché segmenté, ainsi que l'ampleur exacte des fluctuations correspondantes de la liquidité, sont difficilement prévisibles. L'incidence de la collecte des impôts sur la liquidité en mai, juin et juillet 2013 a été particulièrement prononcée, représentant plus de 30 % de l'excédent de liquidité en juin 2013. Au cours de ces mois, certains trésors publics nationaux ont enregistré des cycles fiscaux relativement importants, qui se sont traduits par des hausses sensibles des taux au jour le jour des opérations en blanc et des pensions sur les marchés concernés. L'incidence au niveau local a eu des effets de contagion sur le reste du marché monétaire de la zone euro.

4.4 TRANSMISSION DES ÉVOLUTIONS DE L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ AUX ANTICIPATIONS DU MARCHÉ MONÉTAIRE

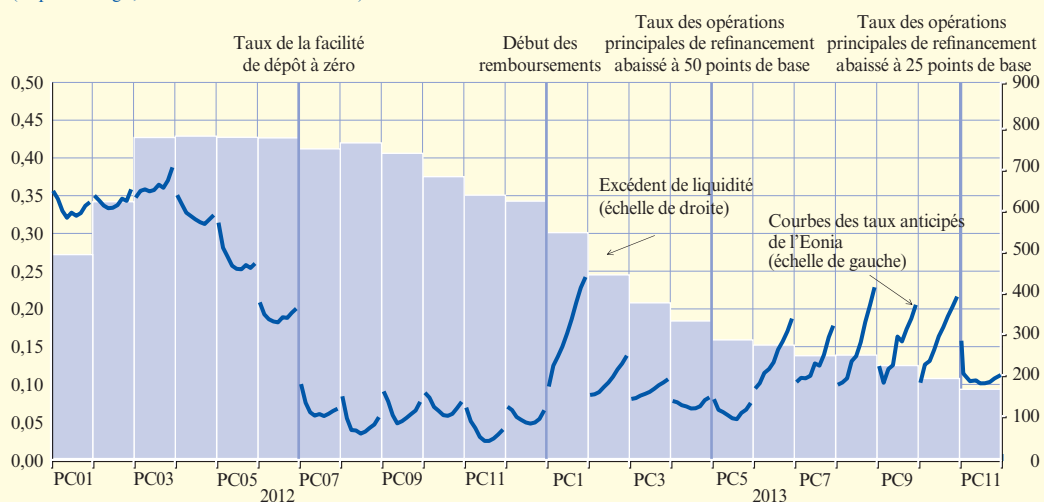
Si les taux à court terme étaient moins étroitement liés au taux de la facilité de dépôt de la BCE, les intervenants de marché auraient plus de difficulté à anticiper ces taux. Par conséquent, les taux attendus sur le marché monétaire reflètent probablement une certaine incertitude. Les fluctuations de l'excédent de liquidité au jour le jour sont difficiles à prévoir avec précision, car elles restent pour une large part du ressort direct des banques et peuvent refléter des conditions de liquidité spécifiques. En raison de la non-linéarité de la relation entre l'excédent de liquidité et les taux à court terme, une diminution de l'excédent de liquidité peut entraîner une hausse relativement importante des taux de marché, tandis qu'une augmentation de cet excédent peut avoir un effet modérateur un peu moins important sur les taux. Cette incertitude devrait se traduire par des taux attendus légèrement plus élevés, en moyenne, que le taux effectif ou le taux au comptant, les intervenants de marché devant être dédommagés des risques associés à une plus faible prévisibilité des taux au jour le jour. Le graphique 7 présente, pour chaque période de constitution de réserves depuis 2012, la courbe des *swaps* Eonia moyens sur une période de constitution jusqu'à la neuvième période de constitution. L'historique de cette courbe illustre le déplacement du centre d'attention du marché.

Depuis l'abaissement du taux de la facilité de dépôt par la BCE en juillet 2012 jusqu'au démarrage de la période de remboursement en janvier 2013, la courbe des taux anticipés de l'Eonia a affiché un profil plat, avec une pente légèrement orientée à la baisse sur les échéances courtes, qui reflétait la tendance de l'Eonia à diminuer lentement dans un contexte d'excédent de liquidité très élevé. La courbe relative à la période de constitution de décembre 2012 a conservé le même profil malgré l'imminence des remboursements, en partie en raison des discussions des autorités monétaires autour d'un possible passage à des taux négatifs.

Entre janvier et mai 2013, des remboursements plus importants que prévu ont nettement reporté l'attention des marchés sur les évolutions de la liquidité par rapport à décembre 2012, comme le montre la forte pentification de la courbe. Toutefois, en dépit de l'ampleur de ces remboursements, le niveau de la liquidité est demeuré suffisamment élevé pour maintenir les taux au jour le jour proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE, conduisant à une revalorisation de la courbe conforme

Graphique 7 Courbes des taux anticipés de l'Eonia et excédent de liquidité

(en pourcentage ; montants en milliards d'euros)



Sources : BCE et Bloomberg

Note : PC est l'abréviation de période de constitution.

à une stabilité du taux au comptant sur les deux périodes de constitution suivantes. Le processus d'aplatissement a été maximal en mai 2013, avec la relance des discussions au sujet de taux négatifs. Depuis juin 2013, l'amélioration des données économiques a conduit le marché à exclure de nouvelles baisses des taux ou des mesures de renforcement de la liquidité. Par conséquent, la balance des facteurs pouvant influencer sur les anticipations de marché a penché en faveur d'une hausse des taux, qui s'est traduite par une accentuation de la courbe des taux anticipés de l'Eonia. Cette accentuation peut refléter également l'incertitude des marchés quant à la trajectoire de l'excédent de liquidité (qui devrait néanmoins continuer de diminuer au fil du temps) et à sa volatilité. En outre, contrairement à la période allant de janvier à mai 2013, la volatilité des taux a réellement commencé à s'accroître en juin et juillet et les taux au jour le jour ont paru moins dépendants de la facilité de dépôt de la BCE que précédemment. Enfin, la courbe s'est aplatie en novembre 2013 par suite de l'abaissement du taux des opérations principales de refinancement de la BCE à 25 points de base et du resserrement du corridor des taux d'intérêt.

En résumé, les anticipations quant aux conditions futures de la liquidité contribuent fortement à influencer sur les anticipations relatives aux taux du marché monétaire, mais elles ne sont pas le seul facteur déterminant.

5 CONCLUSION

La fourniture de liquidités excédentaires par l'Eurosystème a enregistré son niveau le plus haut en mars 2012. Plus récemment, l'amélioration des conditions de marché a réduit la demande de volants de liquidité de précaution, tout en redonnant l'accès au marché de financement interbancaire à des contreparties qui avaient eu de sérieuses difficultés d'accès en 2011. Ce phénomène s'est traduit par une demande plus faible de liquidités excédentaires lors des opérations de refinancement de l'Eurosystème et par la substitution du financement de marché au financement de l'Eurosystème. Par conséquent, les banques de la zone euro ont activement utilisé la possibilité de rembourser par anticipation les fonds empruntés dans le cadre des opérations de refinancement à long terme

d'une durée de trois ans. La demande de liquidité a également reculé sur les autres opérations de refinancement de l'Eurosystème.

Si la liquidité devait demeurer fortement excédentaire, les taux du marché monétaire continueraient d'être ancrés à des niveaux proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE. Toutefois, si l'excédent de liquidité diminuait pour se rapprocher de conditions plus neutres, les taux du marché monétaire tendraient à être ancrés au taux des opérations principales de refinancement. Toute période de transition, correspondant à une normalisation de la fourniture de liquidité, entraînerait une volatilité accrue, ce qui se traduirait par un ancrage plus faible des taux à court terme au taux de la facilité de dépôt de la BCE. Cette évolution rendrait les anticipations relatives aux taux futurs du marché monétaire plus difficiles à interpréter, dans la mesure où plusieurs facteurs, comme les évolutions à venir de la liquidité et l'incertitude, seraient intégrés dans le prix des *swaps* de taux au jour le jour et viendraient s'ajouter aux anticipations quant au profil d'évolution futur des taux directeurs.

PERSPECTIVES À MOYEN TERME DE L'ÉCONOMIE DE LA CHINE ET INTERNATIONALISATION DU RENMINBI

ARTICLES

Perspectives à moyen terme de l'économie de la Chine et internationalisation du renminbi

La croissance impressionnante de l'économie de la Chine au cours de la décennie écoulée a renforcé son influence au niveau international. Toutefois, bien que le pays ait enregistré des améliorations sensibles sur le plan des déséquilibres extérieurs depuis 2008, ses déséquilibres intérieurs se sont accentués. Le traitement de ces déséquilibres nécessitera la mise en œuvre de réformes structurelles ambitieuses visant à réduire les incitations qui, depuis longtemps, favorisent l'investissement et l'épargne au détriment de la consommation. Les intentions de réforme qui ont été récemment annoncées sont prometteuses à cet égard. La poursuite de l'internationalisation du renminbi par les autorités pourrait également permettre de surmonter ces défis. L'introduction de réformes visant à libéraliser les marchés financiers intérieurs, les mouvements de capitaux transfrontières de la Chine et le taux de change du renminbi s'impose avant que la monnaie ne puisse être largement utilisée dans les échanges commerciaux et dans la finance internationale. La coïncidence de certaines des réformes indispensables à l'internationalisation du renminbi avec celles qui sont nécessaires pour rééquilibrer la croissance chinoise pourrait créer un cercle vertueux.

I INTRODUCTION

Alors que se confirme l'ascension de la Chine sur la scène internationale, rien ne permet d'affirmer que le pays pourra poursuivre sa croissance au même rythme que celui qui a été constaté au cours des dernières décennies. La persistance de déséquilibres internes montre que le modèle de croissance doit être réformé. Dans le même temps, depuis quelques années déjà, les autorités chinoises ont pris des mesures visant à encourager une plus forte utilisation internationale du renminbi.

L'émission d'une monnaie de réserve internationale est propice à la croissance, notamment parce que les coûts de financement des entreprises nationales et de l'État souverain s'en trouvent réduits. Toutefois, les économies qui obtiennent ce statut sont généralement de grande taille, stables, dotées de marchés financiers nationaux très développés, d'un compte de capital ouvert et d'un taux de change flottant. Ces caractéristiques peuvent toutes stimuler la croissance indépendamment de leur effet sur l'utilisation internationale d'une monnaie, et elles sont souvent subordonnées les unes aux autres. Par exemple, la libéralisation du compte de capital permet aux agents résidents de diversifier leur portefeuille, ce qui contribue à améliorer l'allocation du capital et stimule ainsi la croissance. Néanmoins, en vue d'assurer une libéralisation ordonnée du compte de capital, les marchés financiers nationaux doivent être parvenus à un niveau minimum de développement – autrement dit, des marchés suffisamment profonds et larges, des institutions financières dotées des capacités adéquates de gestion des risques et des autorités exerçant une supervision suffisante –, de manière à pouvoir faire face à des flux de capitaux parfois volatils. De même, un régime de change flexible permet de réduire le risque que des augmentations soudaines de flux de capitaux ne déclenchent des crises monétaires et bancaires.

Par conséquent, il existe manifestement un lien entre les réformes structurelles et financières, qu'elles soient axées sur des objectifs nationaux ou internationaux. Certains considèrent même que les politiques récemment adoptées par les autorités pour soutenir le rôle international du renminbi chinois servent de catalyseur à la mise en œuvre des réformes intérieures qui s'imposent. De ce point de vue, il semble exister un effet de synergie entre les réformes visant à soutenir la croissance de la Chine à moyen terme et celles qui sont indispensables à l'internationalisation du renminbi.

En analysant la nature évolutive des déséquilibres économiques et du profil de croissance en Chine, cet article vise à apporter un éclairage sur les réformes structurelles qui s'imposent. De plus, l'examen des évolutions récentes de l'utilisation internationale du renminbi et de ses déterminants permet d'aborder également le rôle que l'internationalisation du renminbi pourrait jouer dans la mise en œuvre des réformes structurelles propres à assurer une trajectoire de croissance plus soutenable.

2 LES PERSPECTIVES À MOYEN TERME DE L'ÉCONOMIE

La performance réalisée par la Chine en matière de croissance au cours des dernières décennies a propulsé le pays au rang d'acteur majeur sur la scène internationale. Toutefois, les niveaux élevés de la croissance ont été associés à des déséquilibres, notamment des excédents persistants des comptes courants, des ratios d'investissement élevés et une croissance rapide du crédit. Des progrès ont certes été réalisés sur la voie de la réduction des déséquilibres extérieurs, mais les déséquilibres intérieurs ont continué de s'accumuler malgré le ralentissement de la croissance observé depuis 2008. Le gouvernement chinois a exprimé à plusieurs reprises son souhait d'inscrire l'économie sur une trajectoire de croissance plus lente mais plus soutenable, reposant essentiellement sur la consommation privée. Les autorités ont annoncé des orientations de réformes économiques pour la prochaine décennie afin de faciliter cette transition (cf. encadré 1), mais leurs effets dépendront des modalités et de la rapidité de leur mise en œuvre.

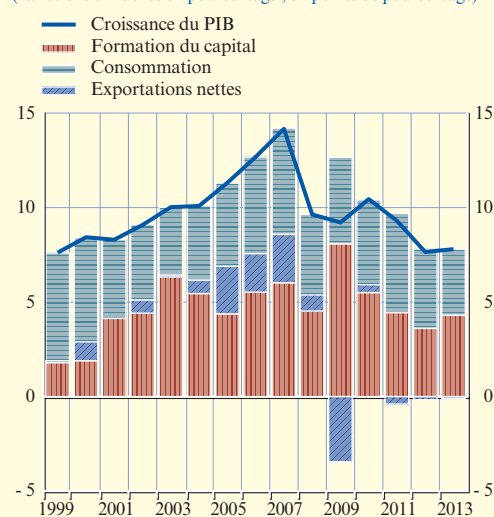
2.1 LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU PROFIL DE CROISSANCE

La croissance de l'économie chinoise tend à se ralentir. Depuis le pic de 14,2% atteint en 2007, la croissance du PIB en volume a pratiquement diminué de moitié pour ressortir à 7,8% au troisième trimestre 2013. Cette évolution a été temporairement atténuée par un vaste plan de relance, d'un montant estimé à 4 000 milliards de renminbis (482 milliards d'euros, soit 12% du PIB en 2009), qui a été mis en œuvre en 2008-2009 en réaction à la crise financière. Avec la dissipation des effets de ces mesures de relance, une diminution des contributions à la croissance de l'ensemble des grandes composantes du PIB a été observée (cf. graphique 1).

Les raisons de ce ralentissement sont diverses et font encore débat. Selon certains travaux¹, la croissance devrait se ralentir à mesure que l'économie épuise progressivement ses sources de croissance extensive pour passer à une phase de croissance intensive. D'autres études font état d'une atténuation des effets des chocs positifs de productivité et de demande² qui ont généré d'importants revenus exceptionnels et dopé le taux d'épargne, l'investissement et, au final, la croissance du PIB. De façon plus controversée, certains ont avancé que les pays ayant des taux de croissance élevés enregistreraient un ralentissement de la croissance d'au moins deux points de pourcentage quand le revenu par tête atteint environ 17 000 dollars par an (en prix internationaux constants de 2005). La Chine se trouvera dans cette situation vers 2015 et devrait donc se trouver dans cette configuration au cours de la décennie s'achevant en 2020³.

Graphique 1 Décomposition de la croissance du PIB

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)



Sources : CEIC et Bureau national des statistiques de Chine
Note : Les données pour 2013 vont jusqu'au troisième trimestre.

1 Cf. E. Dorrucci, P. Gabor et D. Santabàrbara, *China's Economic Growth and Rebalancing*, Occasional Paper Series n° 142, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2013

2 Une évolution démographique favorable, une restructuration robuste des entreprises d'État dans les années quatre-vingt-dix et la libéralisation des marchés avant l'adhésion à l'Organisation mondiale du commerce en 2001. Cf. G. Ma, R. N. McCauley, et L. Lam, *The Roles of Saving, Investment and the Renminbi in Rebalancing the Chinese Economy*, Review of International Economics, vol. 21(1), février 2012

3 Cf. B. Eichengreen, D. Park et K. Shin, *When fast-growing economies slow down: international evidence and implications for China*, NBER Working Paper, n° 16919, 2011 et B. Eichengreen, D. Park et K. Shin, *Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-income Trap*, NBER Working Paper, n° 18673, 2013

La récente décélération de la croissance chinoise semble suivre les profils historiques constatés pour un certain nombre de pays d'Asie et d'autres grandes économies émergentes et avancées depuis 1950, qui ont vu leur taux de croissance baisser quand le PIB par habitant a atteint 6 500 à 8 000 dollars des États-Unis en termes de parité de pouvoir d'achat (PPA) (cf. graphique 2), même si l'on observe de fortes variations dans ce profil d'évolution. Le PIB par habitant de la Chine a atteint 8 000 dollars en 2007. Quelles que puissent être les raisons exactes de la modération de la croissance, cette évolution ne s'est accompagnée que d'une résorption partielle des déséquilibres qui ont caractérisé le développement économique de la Chine, à savoir sa dépendance vis-à-vis de l'investissement et des exportations.

LA DIMINUTION DES DÉSÉQUILIBRES EXTÉRIEURS

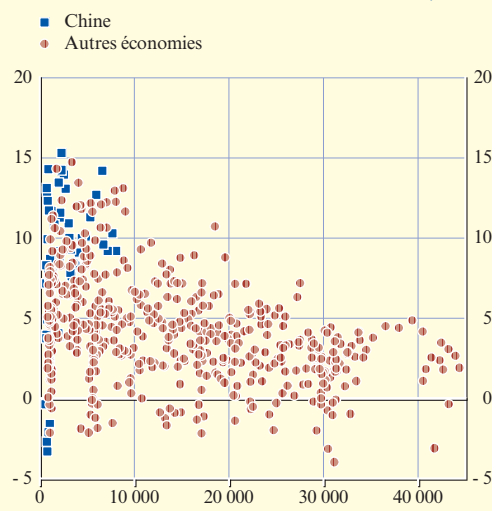
L'excédent du compte de transactions courantes de la Chine est revenu de 10,2 % en 2007 à 2,0 % au cours des trois premiers trimestres de 2013.

Il y a lieu de se demander dans quelle mesure la baisse du solde des comptes courants est de nature structurelle. L'affaiblissement de la dynamique du commerce mondial et le ralentissement de la croissance dans la zone euro et aux États-Unis depuis la crise financière internationale sont en partie à l'œuvre, ce qui laisse penser que l'excédent extérieur pourrait recommencer à augmenter. Toutefois, le taux de change effectif réel s'est apprécié de 29,6 % depuis 2007, parallèlement à une hausse également rapide des salaires. En conséquence, dans son édition d'octobre 2013 des *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI prévoit une augmentation de l'excédent courant de quelque 4 % d'ici 2018, nettement inférieure aux pics atteints précédemment.

Le recul de l'excédent courant a fortement réduit l'accumulation de réserves de change. Ces réserves, qui ont plus que triplé, passant de 14 % à 48 % du PIB entre 2000 et 2009, oscillent actuellement autour de 3 700 milliards de dollars des États-Unis et ont même reculé par rapport au PIB, ressortant à 41 % en septembre 2013 (cf. graphique 3).

Graphique 2 Comparaison internationale des taux de croissance par rapport au PIB par habitant (1951-2011)

(axe des abscisses : PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat ;
axe des ordonnées : croissance annuelle du PIB en volume)

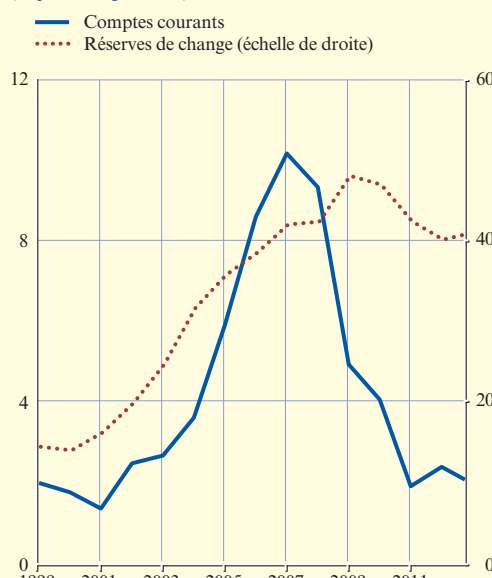


Source : Penn World Tables 8.0

Note : Les autres économies comprennent le Brésil, la France, l'Allemagne, l'Inde, le Japon, la Corée du Sud, l'Afrique du Sud, le Royaume-Uni et les États-Unis.

Graphique 3 Comptes courants et réserves de change

(en pourcentage du PIB)



Sources : CEIC, Bureau national des statistiques de la Chine

Notes : Les données relatives aux comptes courants vont jusqu'au troisième trimestre 2013 ; les données relatives aux réserves de change vont jusqu'à septembre 2013.

LES DÉFIS INTÉRIEURS QUI SUBSISTENT

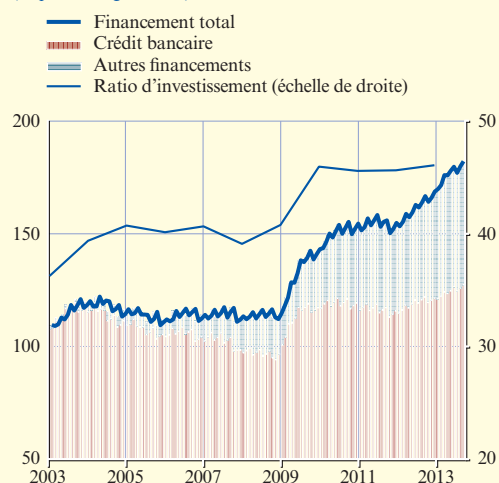
Malgré la réduction du déséquilibre extérieur, la part de l'investissement dans la demande intérieure a encore augmenté depuis 2008. En 2012, le ratio d'investissement a atteint 46,1 % du PIB en volume, ce qui constitue un record historique. Dans le même temps, la croissance s'est de plus en plus appuyée sur le crédit. Le financement total de l'économie ⁴ est passé de 113 % du PIB fin 2007 à 182 % du PIB en septembre 2013. Ce niveau de levier d'endettement est supérieur à celui des autres pays se trouvant à un stade de développement similaire ; on ne l'observe que dans des économies à haut revenu comme les États-Unis et le Royaume-Uni. Cette forte croissance s'est accompagnée d'une modification de la composition du financement au détriment du crédit bancaire (cf. graphique 4).

Les gouvernements locaux ont contribué à ces évolutions. Leur rôle a été déterminant dans la mise en œuvre d'une grande partie des investissements d'infrastructures au titre du plan de relance budgétaire de 2008-2009, grâce aux emprunts massifs effectués par l'intermédiaire des véhicules de financement des gouvernements locaux (*local government financing vehicles* – LGFV). Selon le bureau d'audit national chinois, le plan de relance de 2008-2009 a entraîné un doublement de la dette des gouvernements locaux et des LGFV entre 2008 et 2010, à 10 700 milliards de renminbis (soit l'équivalent de 27 % du PIB en 2010) ⁵.

Le profil d'investissement de la Chine s'écarte également de plus en plus des évolutions observées dans les autres économies depuis 1960, y compris en Asie. Le ratio investissement/PIB a augmenté rapidement et nettement plus fortement que celui des autres grandes économies avancées et émergentes. Cela pourrait constituer une indication du caractère excessif du taux actuel d'investissement (cf. graphique 5). La question de savoir si le stock de capital de la Chine est trop élevé fait débat. Malgré le niveau très élevé du taux d'investissement, les besoins en infrastructures demeurent importants, en partie en raison du processus actuel d'urbanisation. En effet, si l'on compare les infrastructures (urbaines) du pays, comme la densité routière (ferroviaire), avec celles d'autres économies, il existe encore une marge d'expansion de l'investissement en infrastructures publiques. Néanmoins, selon les estimations de l'OCDE, le ratio de stock du capital productif de la Chine par rapport au PIB est ressorti à 2,6 en 2012, ce qui est relativement élevé compte tenu du niveau de développement du pays : ce ratio n'est atteint que par des économies dont le PIB par habitant est nettement supérieur (comme la France et l'Allemagne) et n'est dépassé que par le Japon. Toutefois, l'OCDE a également estimé qu'entre 1992 et 2009, la rentabilité hors secteurs agricole et immobilier est restée forte au regard des normes internationales, ce qui tend à indiquer que, à l'échelle de l'ensemble de l'économie, les investissements étaient toujours efficaces jusqu'alors ⁶. D'autres mesures, comme

Graphique 4 Crédit et ratio d'investissement

(en pourcentage du PIB)



Sources : CEIC, Banque populaire de Chine, Bureau national des statistiques de la Chine, Banque mondiale

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2013.

4 Il inclut le financement du secteur privé *via* les prêts bancaires et non bancaires, ainsi que le financement par émissions d'obligations de sociétés et d'actions. Il ne comprend pas les encours d'emprunts publics.

5 Selon les estimations du FMI, la dette des administrations publiques de la Chine pourrait atteindre 45 % du PIB dans le cadre d'une définition augmentée de la dette publique qui inclut les dépenses en infrastructures des administrations locales (cf. *People's Republic of China Staff Report for the 2013 Article IV Consultation*, FMI, juillet 2013).

6 Cf. *Economic Surveys: China*, OCDE, mars 2013

le stock de capital par habitant, qui ne représente qu'une fraction de celui des pays à haut revenu, indiquent que le stock de capital ne se démarque pas de celui des autres pays compte tenu de son niveau de développement. Néanmoins, le rythme de croissance du stock de capital par habitant s'est accéléré depuis 2000 et, depuis 2008, il a été constamment supérieur à celui de la croissance du PIB.

Des signes de surcapacité se manifestent depuis quelque temps dans un certain nombre d'industries manufacturières et ont été explicitement admis par les autorités chinoises. Le plan quinquennal couvrant la période 2011-2015 a déjà appelé à éliminer les capacités obsolètes et excédentaires dans les industries comme l'acier, la construction navale et la construction, à mettre davantage l'accent sur la recherche et le développement ainsi qu'à rationaliser l'utilisation de l'énergie et des ressources en tant que source de croissance. Selon ses rapports trimestriels de politique monétaire, la Banque populaire de Chine utilise au moins depuis 2007 sa stratégie d'« orientation de la politique du crédit » bancaire pour réduire les flux de crédit aux industries disposant de capacités excédentaires (cf. également la section 2.2).

Selon le ministère de l'Industrie et des Technologies de l'information, le taux d'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier s'est établi à 78,6 % au deuxième trimestre 2013, en recul après 81,5 % fin 2009. Dans 21 secteurs sur les 39 interrogés, dont ceux de l'acier, de l'aluminium et du ciment, l'utilisation des capacités était inférieure à 75 %. Selon les estimations du FMI, la tendance baissière de l'utilisation des capacités depuis les années quatre-vingt-dix s'est intensifiée depuis 2008 ⁷. De plus, depuis 2012, la hausse des prix à la production est négative en glissement annuel, confirmant les informations ponctuelles de recul des prix en réponse à la surproduction, comme celle des panneaux solaires.

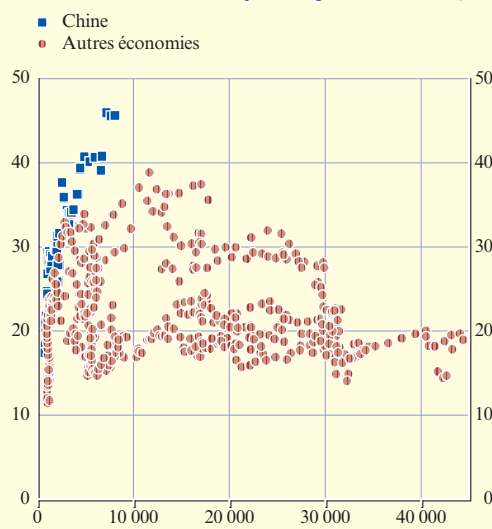
En réaction aux signes de surcapacité les plus récents, le ministère de l'Industrie et des Technologies de l'information a publié en juillet et août 2013 des programmes visant à réduire les capacités en fermant les unités de production obsolètes et en favorisant les fusions d'entreprise dans de nombreux secteurs. Toutefois, les calculs établis par certains analystes font ressortir que les réductions de capacités proposées sont relativement modestes et ne devraient pas exercer d'effets majeurs.

2.2 VERS UNE CROISSANCE TIRÉE PAR LA CONSOMMATION

La persistance manifeste de déséquilibres domestiques suggère que les mesures administratives visant à contrôler l'investissement et la croissance du crédit n'ont eu qu'une efficacité partielle. Les réformes structurelles destinées à régler le problème des incitations qui ont longtemps favorisé l'investissement peuvent également jouer un rôle dans le rééquilibrage de la croissance. Ces réformes

Graphique 5 Comparaison internationale de l'investissement par rapport au PIB (1960-2011)

(axe des abscisses : PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat ; axe des ordonnées : investissement en pourcentage du PIB en volume)



Sources : Penn World Tables 8.0, Banque mondiale

Note : Les autres économies comprennent le Brésil, la France, l'Allemagne, l'Inde, le Japon, la Corée du Sud, l'Afrique du Sud, le Royaume-Uni et les États-Unis.

⁷ Cf. *People's Republic of China: Staff Report for the 2012 Article IV consultation*, FMI, juillet 2012

sont susceptibles d'avoir des effets perturbateurs, car les agents économiques, les autorités et les régulateurs devront assumer de nouveaux rôles. Cela pourrait peser sur la croissance à court terme. Toutefois, l'efficacité accrue en termes d'allocation des ressources résultant des réformes structurelles devrait accroître la productivité globale des facteurs et limiter ainsi le ralentissement prévu de la croissance à mesure que le processus de rattrapage se déroule.

Un rééquilibrage important de l'économie suppose probablement un taux de croissance de l'investissement beaucoup plus lent, en particulier dans le contexte de la modération du taux de croissance global. Selon les estimations de la Banque mondiale, la croissance du PIB reviendra à 7 % en 2020 et à 5 % en 2030. Si le PIB par habitant de la Chine devait croître au rythme de 7 % par an, il atteindrait quelque 30 000 dollars des États-Unis (en termes de parité de pouvoir d'achat) en 2030. À ce même niveau de développement, les ratios d'investissement du Japon et de la Corée du Sud s'établissaient à quelque 30 %. Si la Chine souhaitait atteindre le même résultat à ce stade de développement, cela impliquerait une croissance annuelle de l'investissement de 4 à 5 % (et de 3 % pour une croissance du PIB par habitant de 5 % seulement). Or de tels taux de croissance contrastent fortement avec ceux d'environ 10 % observés jusqu'à une époque récente. Un rééquilibrage significatif de la composition de la demande de la Chine pourrait donc prendre plus de temps que prévu.

Les sections suivantes se penchent sur certaines des incitations qui favorisent l'investissement au détriment de la consommation, avant d'examiner les éléments possibles d'un programme de réformes structurelles.

LES INCITATIONS QUI FAVORISENT L'INVESTISSEMENT

Le modèle de croissance chinois contient un certain nombre d'incitations qui favorisent l'investissement au détriment de la consommation. L'investissement a constitué un élément central du modèle de développement du pays depuis le début des réformes en 1978. L'investissement dans les infrastructures est également censé favoriser le potentiel de croissance régionale et accroître les recettes fiscales des gouvernements locaux. Bien que ces investissements aient eu leur utilité, en particulier dans les régions à croissance rapide attirant les migrants à la recherche d'un emploi, il y a eu des exceptions, notamment dans les parties les plus éloignées du pays.

Les quotas limitant les flux d'investissements transfrontières, et donc les possibilités d'investissements pour les épargnants, ont également une incidence sur les taux d'investissements nationaux. La capacité restreinte d'investir à l'international, associée au développement limité des marchés financiers nationaux (cf. section 3.2), mène inévitablement à un biais de la structure de l'économie vers les alternatives restantes comme l'immobilier. Le marché chinois du logement a enregistré une croissance rapide, la superficie du parc résidentiel neuf ayant doublé, passant de 400 millions de mètres carrés en 2005 à un peu moins de 800 millions de mètres carrés sur les douze mois s'achevant en octobre 2013. La hausse de l'activité dans l'immobilier est soutenue par le processus d'urbanisation en cours, qui devrait se poursuivre encore pendant quelques dizaines d'années⁸. De plus, elle reflète également la réhabilitation du stock immobilier existant et l'aspiration à des logements plus modernes et de plus grande taille. Quoiqu'il en soit, les autorités ont pris des mesures pour éviter les comportements d'investissement spéculatifs, notamment en imposant des exigences de dépôts initiaux élevés. Selon des recherches du FMI⁹, la libéralisation totale du compte de capital pourrait être suivie d'une augmentation des actifs chinois à l'étranger de l'ordre de 15 % à 25 % du

⁸ Selon les Nations unies le pourcentage d'habitants de la Chine vivant dans les villes passera de 49,2 % en 2010 à 68,7 % en 2030 et à 77,3 % en 2050 (Cf. *World Urbanization Prospects: the 2011 Revision*, Nations unies, avril 2012).

⁹ Cf. T. Bayoumi et F. Ohnsorge *Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China*, Working Paper Series, FMI, n° 189, 2013

PIB et d'une (moindre) hausse des actifs étrangers en Chine, de l'ordre de 2 % à 10 % du PIB, qui se traduirait pas une augmentation de la position extérieure nette de 11 % à 18 % du PIB. Selon ces résultats, l'augmentation des opportunités d'investissements internationaux disponibles évincerait certains investissements intérieurs en termes nets, réduisant ainsi l'intensité en investissement de la croissance.

La sous-évaluation du coût du capital a également favorisé l'investissement. Les taux débiteurs et créditeurs de référence sont depuis longtemps fixés par la Banque populaire de Chine, garantissant aux banques des marges d'intérêt positives, tout en maintenant les taux réels à un bas niveau. Depuis 2000, le taux de référence des dépôts à un an a fluctué autour de 0 % en termes réels et a même été négatif sur des périodes prolongées. Le taux débiteur à un an s'est établi en moyenne à 3,6 %. En maintenant le rendement de l'épargne des ménages à un bas niveau, les taux d'intérêt réglementés ont opéré un important transfert forcé des ménages vers les entreprises, estimé à 4 % du PIB en 2008, ce qui a pesé sur les revenus et donc sur la consommation¹⁰. De plus, la Banque populaire de Chine influe sur la politique de distribution du crédit des banques de manière à assurer sa conformité avec les priorités nationales. Ce système, qualifié de « *window guidance* », utilise la pression morale pour piloter les décisions en matière de distribution du crédit. En plus de ce système, d'autres canaux permettent d'exercer une influence politique sur les flux de crédit en Chine, y compris le fait que les plus grandes banques appartiennent à l'État. Par conséquent, les entreprises d'État en Chine semblent bénéficier d'un accès plus facile au crédit que les entreprises privées¹¹.

LES ÉLÉMENTS D'UN PROGRAMME DE RÉFORMES STRUCTURELLES

La mise en œuvre d'un ambitieux programme de réformes structurelles sera nécessaire pour réduire les incitations en faveur de l'investissement. Afin de refléter correctement le coût du capital, les taux d'intérêt de marché devront jouer un rôle plus important, tandis que les capitaux disponibles doivent être davantage autorisés à franchir les frontières en quête de rendements plus élevés et plus diversifiés. Toutes les mesures prises pour réduire le niveau de l'épargne (de précaution) dans l'économie devraient encore faciliter la transition vers une croissance reposant davantage sur la consommation. Afin de réduire le degré élevé d'autofinancement des entreprises, le système financier devra devenir plus efficace et plus concurrentiel et être en mesure d'octroyer des financements aussi bien aux petites et moyennes entreprises privées qu'aux grandes entreprises publiques. L'ouverture du secteur bancaire aux capitaux privés, tant domestiques qu'étrangers, pourrait exercer la pression concurrentielle nécessaire. Afin d'inciter les ménages à réduire leur épargne, il faudra les faire bénéficier d'une couverture sociale plus complète. Accroître l'offre de logements abordables subventionnés contribuera également à cette réduction, tout en atténuant les pressions spéculatives.

Un tel programme de réformes est plus qu'ambitieux, dans la mesure où il équivaut à redéfinir la relation entre l'État et le marché, en autorisant de plus en plus les entreprises privées et les particuliers à prendre des décisions économiques. Les obstacles à la mise en œuvre d'un tel programme de réformes sont importants compte tenu de leur complexité inhérente. De plus, de telles réformes ont montré par le passé qu'elles présentaient des inconvénients. Par exemple, dans de nombreuses économies de marché émergentes, les initiatives de libéralisation de ce type ont provoqué des crises bancaires et des crises de change¹².

10 Cf. N. Lardy, *Financial Repression in China*, Peterson Institute for International Economics Working Paper, n° PB08-8, septembre 2008

11 Cf. R. Herrala et J. Yandong, *Has the Chinese Growth Model Changed? A View from the Credit Market*, BOFIT Discussion Paper, n° 5, mars 2012

12 Cf. S. Ishii et K. Habermeier, *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, Occasional Paper Series, FMI, n° 211, 2002 ; et S. Schmukler, *Financial Globalisation: Gain and Pain for Developing Countries*, Economic Review, Banque fédérale de réserve d'Atlanta, 2004

LES PRIORITÉS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE JUSQU'EN 2020

Du 9 au 12 novembre 2013, le Comité central du Parti communiste chinois a décidé d'un vaste train de réformes et d'axes prioritaires, dont la majeure partie devra avoir été mise en place en 2020 et dont la supervision sera confiée à un comité de pilotage de haut niveau. Le présent encadré décrit brièvement ces priorités et évalue leurs conséquences probables pour l'évolution de l'économie chinoise et l'internationalisation du renminbi.

Les principes suivants sous-tendent les réformes économiques proposées : (1) même si la propriété publique continuera de jouer un rôle prépondérant dans l'économie, les marchés auront un rôle décisif dans l'allocation des ressources ; (2) que leur propriété soit publique ou privée, toutes les entreprises seront en mesure d'entrer en concurrence sur la plupart des marchés dans des conditions d'égalité et d'équité ; et (3) les autorités chinoises s'attacheront au maintien de la stabilité macroéconomique et à une régulation efficace, plutôt qu'à la micro-gestion des décisions des acteurs économiques.

Un vaste train de réformes est proposé pour atteindre ces objectifs. Pour accroître le rôle des forces du marché, la réglementation des prix de l'eau, des produits énergétiques, des transports et des services de télécommunication sera réduite. La mobilité du travail sera améliorée par un accroissement des possibilités pour les populations rurales d'émigrer vers les villes et de bénéficier d'un accès plus large aux services publics urbains. Dans le même temps, le transfert des droits de propriété sera facilité. En outre, les restrictions d'accès au marché seront toutes supprimées sauf pour un petit nombre d'industries sensibles. Les procédures d'approbation et autres exigences administratives seront réduites et confiées au niveau administratif le plus bas possible. Pour assurer une égalité de traitement entre tous les intervenants de marché, le traitement préférentiel accordé aux groupes publics et les barrières cachées qui existent actuellement seront supprimés, tandis que le système juridique sera renforcé pour garantir l'égalité devant la loi. Pour garantir que la capacité de financement des administrations locales demeure adaptée à leurs responsabilités, le partage des recettes entre les différents niveaux de gouvernement sera ajusté, et les pouvoirs des administrations locales en matière d'imposition seront accrus, entre autres mesures, ce qui accélérera l'introduction d'impôts fonciers. Il est également proposé de porter à 30 % la part des bénéfices des entreprises publiques reversée à l'État. En ce qui concerne le secteur bancaire, la concurrence sera accrue par l'autorisation de créer des banques privées petites et moyennes. L'introduction d'un système de garantie des dépôts et d'un mécanisme de résolution pour les institutions financières est également prévue. Le développement des marchés financiers intérieurs sera favorisé par le renforcement de la surveillance. Enfin, les forces du marché seront également autorisées à jouer un plus grand rôle dans la détermination du taux de change du renminbi, tandis que les opportunités de réalisation d'opérations transfrontalières en capital seront accrues. Un nouvel élargissement de l'accès au marché est également prévu pour les investissements étrangers. La zone franche récemment créée à Shanghai constitue un test important à cet égard.

Les décisions prises étant des orientations politiques, plutôt que des programmes entièrement définis, il est difficile d'en évaluer les conséquences pour l'économie. Néanmoins, des conclusions provisoires peuvent être tirées. Le rôle accru accordé aux forces du marché devrait renforcer l'efficacité de la répartition du travail et du capital, tandis que des conditions de marché uniformes et des pressions concurrentielles plus fortes devraient réduire les opportunités de recherche de rente et accroître les perspectives de gains de productivité. Une valorisation correcte du capital devrait réduire la teneur en investissement de la croissance, tandis qu'un accès élargi aux services de protection sociale pourrait

réduire l'épargne de précaution et stimuler la consommation. La poursuite de l'ouverture du compte de capital et le développement des marchés financiers internes devraient, pour leur part, accroître l'efficacité de l'affectation du crédit et favoriser une plus grande utilisation internationale du renminbi.

Les réformes proposées représentent une poursuite et une intensification du processus de réforme et d'ouverture lancé en 1978. La nature systémique des réformes proposées indique une volonté de s'attaquer aux causes sous-jacentes des déséquilibres économiques qui sont apparus tout en renforçant la capacité de croissance de l'économie.

3 L'INTERNATIONALISATION DU RENMINBI

L'influence économique croissante de la Chine dans l'économie mondiale a suscité des débats sur le point de savoir si le renminbi était susceptible de devenir une monnaie internationale importante dans les prochaines années. Ces débats ont également été alimentés par l'annonce de réformes en Chine qui aboutiraient finalement à la libéralisation de son compte de capital, de son régime de taux de change et des marchés financiers domestiques¹³. Il a également été avancé que l'internationalisation du renminbi pourrait agir comme un catalyseur pour les réformes qui permettraient de résorber les déséquilibres de la Chine (cf. section 2.1), mettant ainsi l'économie sur la voie d'une croissance plus durable. Cette section examine les évolutions récentes de l'utilisation internationale du renminbi et les déterminants économiques qui la régissent. Elle aborde également les perspectives à plus long terme et analyse différents points de vue concernant les progrès graduels du processus d'internationalisation.

3.1 LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE L'UTILISATION INTERNATIONALE DU RENMINBI DANS LES ÉCHANGES COMMERCIAUX ET LA FINANCE

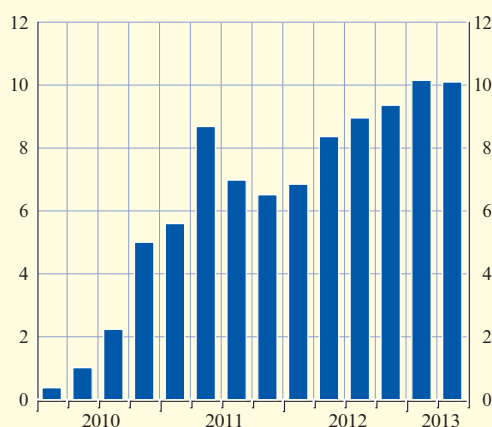
Au cours des dernières années, le renminbi a été de plus en plus utilisé pour le règlement des transactions commerciales et financières de la Chine au niveau international. Par exemple, entre 2010 et mi-2013, la part des échanges de biens de la Chine réglés en renminbis a progressé, passant de pratiquement 0 % à plus de 10 % (cf. graphique 6). L'utilisation croissante du renminbi comme monnaie de règlement des échanges commerciaux a entraîné la constitution de dépôts importants dans cette devise à Hong Kong, qui ont atteint plus de 100 milliards de dollars des États-Unis mi-2013, soit 10 % environ du total des dépôts locaux (cf. graphique 7)¹⁴. De plus, les émissions d'obligations libellées en renminbis (« *dim-sum* ») à Hong Kong ont fortement progressé depuis 2007 (cf. graphique 7). Même si la majeure partie des émissions internationales d'obligations libellées en renminbi ont été effectuées à Hong Kong, elles ont augmenté dans d'autres centres financiers, Londres, Singapour et Taiwan ayant pris des mesures pour devenir, eux aussi, des pôles financiers (*hubs*) pour la devise chinoise. Selon les données de la BRI, les émissions internationales d'obligations

13 Cf. *The timing, path and strategies of renminbi internationalisation*, Banque populaire de Chine, 2006 ; le 12^e Plan quinquennal du Conseil d'État chinois de 2011 et *The conditions for accelerating the opening of China's capital account are basically mature*, Banque populaire de Chine, 2013

14 Les dépôts en renminbis à Hong Kong se sont stabilisés depuis fin 2011 en raison d'une utilisation plus importante de cette monnaie pour régler les importations en provenance de Chine, donnant ainsi lieu à un ratio recettes/paiements plus équilibré, même si ce n'est pas totalement. L'une des raisons principales de la diminution du ratio recettes/paiements pourrait être la baisse, depuis 2008, des anticipations d'une appréciation du renminbi vis-à-vis du dollar des États-Unis, cf. Y. Yu, *Revisiting the Internationalization of the Yuan*, ADBI Working Paper, n° 366, juillet 2012. L'introduction du Dispositif relatif au statut d'investisseur institutionnel qualifié en renminbis (RQFII), qui permet d'investir en Chine continentale des fonds en renminbis détenus *offshore* (à Hong Kong), peut être une autre raison du ralentissement de la croissance des dépôts en renminbis détenus à Hong Kong (cf. section 3.2) ; en outre, la progression des dépôts en renminbis détenus *offshore* peut également avoir fléchi en raison de l'augmentation des émissions de certificats de dépôts libellés en renminbis à Hong Kong, qui sont passées de 6,8 milliards de RMB en 2010 à 117,3 milliards en 2012 selon les données de l'Autorité monétaire de Hong Kong (cf. <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/insight/20130221.shtml>).

Graphique 6 Part des règlements en renminbis dans les échanges de biens de la Chine

(en pourcentage)

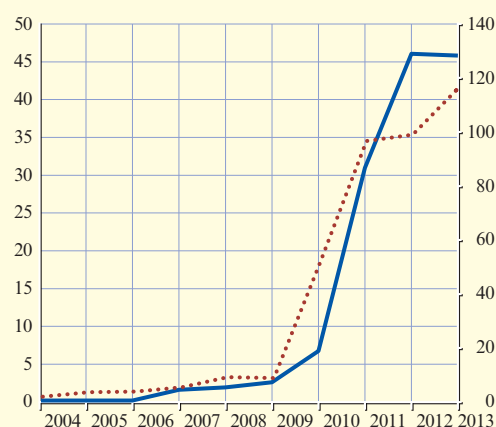


Sources : CEIC et Banque populaire de Chine

Graphique 7 Dépôts en renminbis à Hong Kong et émissions d'obligations « dim-sum »

(montants en milliards de dollars des États-Unis)

— Émissions d'obligations « dim-sum »
 Dépôts en renminbis à Hong Kong (échelle de droite)



Sources : CEIC et HKM pour les dépôts et Bloomberg pour les émissions d'obligations « dim-sum »
 Note : Les données pour 2013 se rapportent au 31 août pour les dépôts et au 6 octobre pour les émissions d'obligations « dim-sum ».

libellées en renminbis ont fortement progressé, passant de pratiquement zéro en 2007 à 60 milliards de dollars des États-Unis au premier trimestre 2013.

L'utilisation internationale du renminbi comme monnaie de réserve officielle est restée limitée jusqu'à présent, principalement en raison du fait qu'elle demeure largement inconvertible à des fins d'investissement. Seules quelques banques centrales (Autriche, Hong Kong, Indonésie, Japon, Afrique du Sud, Corée du Sud et Thaïlande) ont été autorisées à participer au Programme pour le marché obligataire interbancaire de la Chine, qui permet aux investisseurs d'accéder au marché obligataire interbancaire continental (*onshore*) chinois¹⁵, même si les montants investis dans le cadre de ce programme sont jugés insignifiants à ce jour¹⁶. Il existe toutefois un fort potentiel de développement de la base d'investisseurs, une enquête récente auprès des gestionnaires de réserves ayant révélé que 37 % des participants envisageaient d'investir dans le renminbi dans les cinq à dix prochaines années¹⁷.

En dépit de sa progression impressionnante, l'utilisation du renminbi dans les transactions commerciales et financières demeure limitée. Par exemple, le règlement des transactions commerciales en renminbis concerne principalement les échanges commerciaux de la Chine avec les économies asiatiques voisines : selon les données de la Banque populaire de Chine, en 2012, près de 60 % des transactions réglées en renminbis étaient réalisées avec Hong Kong, tandis que le Japon, Macao, Singapour et Taiwan représentaient conjointement 15 %¹⁸. De façon analogue, même si l'encours

15 Cf. A. Ballantyne, M. Garner et M. Wright, *Developments in renminbi Internationalisation*, Bulletin, Reserve Bank of Australia, June Quarter, 2013

16 Des éléments indiquent que seulement 0,17 % des réserves de change mondiales sont composées de titres libellés en renminbis, cf. D. McDowell, *Taking on the Dollar: Japanese and Chinese Currency Internationalization in Comparative Perspective*, étude préparée pour le Workshop on Crisis and Change in the Global Monetary System, Ghent Institute of International Studies, Belgique, 20 mars 2013. Récemment, l'Australie a annoncé qu'elle allait investir 5 % de ses réserves de change en emprunts publics chinois (cf. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f679dad8-aca0-11e2-9454-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz2iLF76J9s>)

17 Cf. *RBS Reserve Management Trends 2013*, Royal Bank of Scotland, 2013

18 Cf. Z. Jin, *The use of RMB in international transactions: Background, development and prospect*, intervention lors de la conférence intitulée Internationalization of the renminbi, University of California, San Diego, 7 juin 2012

des obligations internationales libellées en renminbis a fortement augmenté, celles-ci ne représentent que 0,3 % environ de l'encours des obligations au niveau international au deuxième trimestre 2013.

3.2 LES DÉTERMINANTS DE L'UTILISATION CROISSANTE DU RENMINBI AU NIVEAU INTERNATIONAL

Les économies qui émettent des monnaies largement utilisées dans les transactions commerciales et financières internationales représentent généralement une part importante de la production et des échanges commerciaux au niveau mondial, elles bénéficient d'une stabilité macroéconomique et disposent de marchés financiers domestiques profonds, liquides et vastes. Au-delà de ces caractéristiques classiques d'une devise internationale, il a souvent été avancé qu'une économie doit être dotée d'un compte de capital ouvert et d'un taux de change flexible pour que sa devise joue un rôle important dans le système monétaire international, notamment en tant que monnaie de réserve^{19,20}. Les sections suivantes analysent dans quelle mesure la Chine et le renminbi répondent à ces critères.

LE POIDS ÉCONOMIQUE ET LA STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE

En termes de PIB nominal, la Chine est actuellement la troisième plus grande économie dans le monde, après avoir dépassé le Japon en 2010. De plus, le FMI prévoit que la Chine dépassera bientôt la zone euro pour devenir la deuxième puissance économique mondiale. De même, selon les données du FMI, alors que la Chine représentait 4 % des échanges de biens au niveau mondial en 2010, cette part a atteint 11 % en 2012, un résultat comparable à celui des États-Unis. Toutefois, en dépit de la taille croissante de l'économie chinoise et de l'augmentation de sa part dans le commerce mondial, le passage d'une tarification en monnaie locale ou véhiculaire à une tarification dans la devise du producteur pour le règlement des exportations dépendra, entre autres, de la puissance des effets liés à la position de devise attirée (qui favorisent l'utilisation du dollar des États-Unis ou de l'euro sur de nombreux marchés à l'exportation chinois) et du pouvoir de marché et de négociation des exportateurs chinois, que certains jugent limité²¹. S'agissant de la stabilité macroéconomique, les résultats enregistrés par la Chine au cours des dix dernières années en termes d'inflation et de croissance de la production ont été remarquables. Depuis 2000, l'inflation moyenne a été faible, à 2,3 %, et la croissance moyenne de la production s'est élevée à 10 %. Toutefois, il est difficile de savoir si la Chine parviendra à maintenir de telles performances (cf. section 2.1).

L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ FINANCIER DOMESTIQUE

Les marchés financiers domestiques chinois demeurent moins développés que, par exemple, ceux des États-Unis. En 2011, dans le cadre du douzième plan quinquennal pour le développement et la réforme du secteur financier, la Chine a défini un programme de réformes allant jusqu'en 2015 afin de développer ses marchés financiers domestiques. Celles-ci incluent notamment la détermination des taux d'intérêt en se fondant davantage sur le marché, l'innovation et la couverture financières et une gestion et une surveillance des risques plus sophistiquées. Certains de ces objectifs ont déjà été atteints, comme la libéralisation des taux débiteurs²². Toutefois, en dépit de ces efforts, les marchés

19 Cf. T. Ito, *The internationalisation of the RMB: Opportunities and pitfalls*, Council on Foreign Relations, Washington D.C., 2011 ; et E. Prasad et L. Ye, *The renminbi's Role in the Global Monetary System*, Brookings, Washington D.C., février 2012

20 Pour des discussions sur la question de savoir si ce sont des conditions nécessaires ou si elles contribuent simplement au processus d'internationalisation de la devise, cf. E. Prasad, T. Rumbaugh et Q. Wang, *Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China*, Policy Discussion Paper, FMI, n° 05/1, 2005 ; et S. Vallée, *The internationalisation path of the renminbi*, Bruegel Working Paper, 2012/05, Bruxelles, 2012. Certains considèrent également que la convertibilité est une condition nécessaire pour qu'une monnaie puisse accéder au statut de monnaie internationale, cf. E. Prasad et L. Ye, *ibid*, 2012

21 Cf. Z. Jin, *op. cit.*

22 Dans le cadre d'une autre tentative de réforme progressive, les autorités chinoises ont autorisé, depuis début 2013, les emprunteurs et les prêteurs à négocier librement les taux d'intérêt pour les prêts transfrontières en renminbis dans la Zone financière spéciale de Qianhai (Special Qianhai Financial Zone), cf. E. Sekine, *Start of Chinese experimentation in financial deregulation*, Nomura Journal of Capital Markets, vol. 5(1), 2013.

financiers chinois ne sont toujours pas suffisamment profonds, liquides et vastes pour susciter une demande internationale importante pour les instruments financiers libellés en renminbis ²³.

LA LIBÉRALISATION DU COMPTE DE CAPITAL

Excepté en ce qui concerne les investissements directs étrangers, comparé aux économies avancées, le compte de capital de la Chine demeure largement fermé et soumis à une réglementation stricte. En particulier, les investissements de portefeuille sont nettement plus limités que les investissements directs étrangers et ne peuvent pénétrer sur le marché financier de la Chine continentale qu'au travers de dispositifs spéciaux. Par exemple, les investissements de portefeuille en devises en provenance de l'étranger sont réalisés par le biais du dispositif relatif au statut d'investisseur institutionnel étranger qualifié (*Qualified Foreign Institutional Investor – QFII*). Dans le cadre de ce dispositif, les investissements sont soumis à une période de blocage inférieure ou égale à un an et à un plafond global de 150 milliards de dollars des États-Unis (à compter de juillet 2013), la liste des candidats éligibles pour participer au dispositif est limitée et exclut les particuliers et le rapatriement des capitaux investis est soumis à l'approbation de l'administration nationale du contrôle des changes (*State Administration of Foreign Exchange – SAFE*), qui s'applique également aux bénéficiaires dans certains cas. Le dispositif relatif au statut d'investisseur institutionnel étranger qualifié en renminbis (*renminbi Qualified Foreign Institutional Investor scheme – RQFII*) est similaire au dispositif QFII, mais s'applique aux investissements de portefeuille en provenance de l'étranger effectués avec des renminbis détenus *offshore* ²⁴. Les investissements de portefeuille à l'étranger sont quant à eux réalisés par le biais du dispositif relatif au statut d'investisseur institutionnel national qualifié (*Qualified Domestic Institutional Investor – QDII*). Même si les montants absolus des investissements de portefeuille transfrontières effectués dans le cadre de ces dispositifs ont augmenté de façon continue depuis leur mise en place, atteignant quelque 270 milliards de dollars des États-Unis en septembre 2013 (cf. graphique 8), ils ne représentent que 2 % environ du PIB de la Chine. En dehors de ces dispositifs, les investissements de portefeuille destinés à rapatrier des renminbis détenus *offshore* sont également autorisés pour un petit nombre d'institutions financières (à savoir les banques de compensation en renminbis établies à Hong Kong et Macao et les banques étrangères autorisées à régler des transactions en renminbis) et de banques centrales étrangères dans le cadre du Programme pour le marché obligataire interbancaire de la Chine. Toutefois, le montant des investissements réalisés par ce canal est également faible. L'importance limitée des investissements de portefeuille réalisés par le biais des canaux présentés ci-dessus se reflète également dans la position extérieure de la Chine : les investissements de portefeuille ne représentent qu'une petite part par rapport aux investissements directs étrangers et aux autres investissements (cf. graphique 9) ²⁵.

Dans l'ensemble, en dépit de quelques progrès, le compte de capital de la Chine demeure encore largement fermé, notamment pour les flux de capitaux autres que les investissements directs. Dans la mesure où les investisseurs étrangers n'émettront probablement pas des montants importants d'instruments financiers en renminbis tant qu'ils ne peuvent pas accéder aisément aux marchés

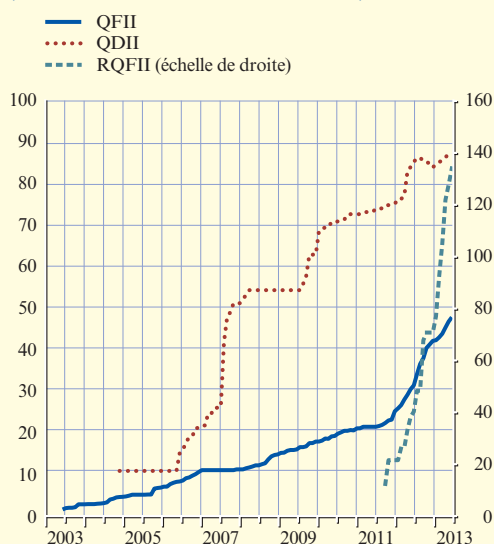
23 Cf. également B. Eichengreen, *renminbi Internationalization: Tempest in a teapot?*, Asian Development Bank Distinguished Lecture, Manille, 11 janvier 2013 et Y. Yu, *op. cit.*

24 Récemment, le dispositif RQFII a été étendu pour intégrer Londres et Singapour (cf. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9579f608-356e-11e3-b539-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz2iLF76J9s> et <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f3fe0f00-3ae8-11e3-87fa-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz2iLF76J9s>).

25 La création de la Zone financière spéciale de Qianhai a été une mesure importante prise récemment par les autorités chinoises pour libéraliser progressivement le compte de capital. En particulier, depuis début 2013, les autorités chinoises ont autorisé, dans un cadre réglementaire, le rapatriement à Qianhai des renminbis détenus *offshore* par le biais de prêts transfrontières dans cette devise en provenance de Hong Kong ; de plus, elles ont également encouragé les émissions par des résidents d'obligations libellées en renminbis à Hong Kong, la création de fonds de fonds à Qianhai et les investissements étrangers en actions à Qianhai. Comme dans les dispositifs régissant les investissements de portefeuille transfrontières décrits ci-dessus, le montant des prêts transfrontières réalisés entre Qianhai et Hong Kong ont toutefois été faibles jusqu'ici, représentant environ RMB 8 milliards en janvier 2013, E. Sekine, *op. cit.*

Graphique 8 Fonds d'investissement autorisés dans le cadre des dispositifs QFII, QDII et RQFII

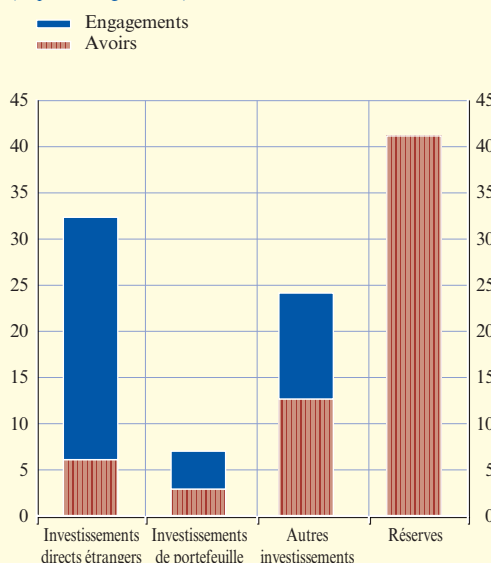
(montants en milliards de dollars des États-Unis)



Source : Données CEIC

Graphique 9 Composition de la position extérieure de la Chine en 2012

(en pourcentage du PIB)



Sources : Base de données de balance des paiements et Perspectives de l'économie mondiale du FMI

financiers chinois, la convertibilité limitée du compte de capital constitue un obstacle majeur au développement de l'utilisation internationale de cette devise.

LA FLEXIBILITÉ DU TAUX DE CHANGE

L'expérience de plusieurs économies de marché émergentes a montré qu'une flexibilité limitée du taux de change après l'ouverture du compte de capital pouvait accentuer la vulnérabilité de l'économie aux flux de capitaux volatils, par exemple en raison d'asymétries des devises entre les avoirs et les engagements à court terme. En s'appréciant lors des périodes d'augmentations soudaines des entrées de capitaux, en permettant une politique monétaire indépendante et en incitant les marchés financiers domestiques à se développer, un taux de change flexible constitue une condition préalable importante pour une libéralisation réussie du compte de capital²⁶. En conséquence, en dépit de l'élargissement récent de la fourchette de fluctuation, la flexibilité limitée du taux de change de la Chine continue d'être considérée comme un obstacle supplémentaire à l'internationalisation du renminbi^{27, 28}.

3.3 LES POLITIQUES FAVORISANT L'UTILISATION INTERNATIONALE DU RENMINBI

Outre le poids économique, la stabilité macroéconomique, le développement du marché financier domestique, l'ouverture du compte de capital et la flexibilité du taux de change, le rôle joué par les politiques de soutien est un autre déterminant de l'utilisation internationale d'une monnaie. En Chine, ces politiques ont par exemple visé à libéraliser le compte de transactions courantes.

26 Cf. R. Rajan et A. Subramanian, *Exchange rate flexibility is in Asia's interest*, *Financial Times*, 26 septembre 2004 ; E. Prasad, T. Rumbaugh et Q. Wang, *op. cit.* et Y. Yu, *op. cit.*

27 Cf. D. He, L. Cheung, W.L. Zhang et T. Wu, *How would capital account liberalization affect China's capital flows and the renminbi real exchange rate?*, *China and the World Economy*, vol. 20, 2012

28 Depuis 2005, le taux de change du renminbi a été autorisé à fluctuer au sein d'une fourchette étroite autour d'un cours pivot déterminé par rapport à un panier de devises mondiales. Depuis avril 2012, la fourchette a été élargie à 1 % autour du cours pivot.

Par exemple, un projet pilote pour le règlement des transactions commerciales en renminbis a été lancé en 2009. Il a tout d'abord été cantonné à un petit nombre de villes chinoises, d'entreprises et de partenaires commerciaux, mais il a été étendu en 2012 de sorte que la (quasi) totalité des échanges commerciaux de la Chine peuvent à présent être réglés en renminbis. Afin de favoriser l'utilisation internationale du renminbi dans les échanges commerciaux, les autorités ont également développé un réseau d'accords de *swap* bilatéraux entre la Banque populaire de Chine et vingt-cinq banques centrales étrangères pour un montant total de plus de 400 milliards de dollars des États-Unis (en octobre 2013). Jusqu'ici, cependant, seuls des montants minimes ont été tirés à partir de ces lignes de *swaps*²⁹.

29 Cf. *The PBoC Annual Report*, Banque populaire de Chine, 2012

Encadré 2

CONCLUSION D'UN ACCORD BILATÉRAL DE SWAP DE DEVISES ENTRE LA BCE ET LA BANQUE POPULAIRE DE CHINE

Le 8 octobre 2013, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque populaire de Chine ont décidé de mettre en place un accord bilatéral de *swap* de devises pour procéder à des achats suivis de rachats réciproques de renminbis chinois et d'euros. L'accord de *swap*, d'une durée de trois ans, porte sur un montant maximum de 350 milliards de renminbis quand des renminbis sont fournis à la BCE et de 45 milliards d'euros quand des euros sont fournis à la Banque populaire de Chine. Du point de vue de la BCE, ces lignes de *swap* doivent servir de filet de sécurité pour faire face à des perturbations soudaines et temporaires du marché du renminbi liées à des pénuries de liquidités. Les paramètres opérationnels pour l'offre de renminbi aux banques de la zone euro seront calibrés conformément à cet objectif. L'accord de *swap* euro/renminbi ne vise pas à remédier à un dysfonctionnement actuel, mais à rassurer les intervenants de marché sur l'existence d'un filet de sécurité permettant de faire face à tout éventuel dysfonctionnement futur ainsi qu'à rassurer les banques de la zone euro quant à la sécurité de l'approvisionnement en renminbis. Ce dernier élément a pris une importance croissante en raison de la rapide progression des échanges bilatéraux et des flux d'investissements entre la Chine et la zone euro, qui ont accru la demande de services financiers libellés en renminbis au sein de la zone. Cet accord de *swap* doit uniquement servir de filet de sécurité pour faire face à des perturbations soudaines et temporaires du marché du renminbi liées à des pénuries de liquidités. Il n'est pas destiné à être utilisé sur une période prolongée, et ne pourrait donc pas fonctionner comme un instrument efficace pour influencer sur le taux de change ou atténuer les tensions liées à des restrictions aux transferts transfrontières. La conclusion de l'accord de *swap* avec la Banque populaire de Chine s'inscrit dans la lignée des dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises (accords de *swap*) établis par la BCE avec d'autres banques centrales dans des économies présentant une importance systémique et cadre avec l'importance systémique croissante de la Chine, le resserrement des liens entre l'Europe et la Chine, la croissance du marché *offshore* du renminbi en Europe, sur lequel de nombreuses banques de la zone euro sont actives, et les actions de la BCE pour assurer et préserver la stabilité des marchés financiers. Par conséquent, la conclusion de l'accord de *swap* avec la Banque populaire de Chine reflète le caractère unique de la Chine et la rapide croissance de son importance systémique. Dans ce contexte, la conclusion de cet accord de *swap* avec la Chine n'établit pas un précédent et n'ouvre pas la voie à la conclusion d'accords de *swap* supplémentaires avec d'autres pays.

3.4 LES PERSPECTIVES D'INTERNATIONALISATION DU RENMINBI

Le rôle du renminbi dans le futur système monétaire international est difficile à prévoir. Premièrement, il a été avancé que l'adoption d'une approche progressive vers l'internationalisation du renminbi résultait de l'intention des autorités chinoises de tirer profit de la libéralisation du compte de capital et du taux de change, tout en limitant les risques éventuels³⁰. Par exemple, on estime que la libéralisation du compte de capital est opérée lentement afin de ne pas exposer trop rapidement les marchés financiers domestiques peu développés à des flux de capitaux volatils. Dans le même temps, certains pensent que la Chine a libéralisé certaines opérations du compte de capital pour permettre une participation étrangère limitée sur les marchés financiers domestiques, afin d'importer de la technologie et du savoir-faire, bénéficiant ainsi de ce que l'on appelle des avantages collatéraux³¹. La chronologie de la libéralisation du compte de capital de la Chine, selon le principe « les entrées avant les sorties, les investissements à long terme avant les investissements à court terme et les investissements institutionnels avant les investissements privés » a également été attribué à cette attitude³². Selon cette optique, le compte de capital et le taux de change de la Chine devraient au final être libéralisés dans une large mesure. En conséquence, grâce à la solidité des fondamentaux et avec l'aide des politiques de soutien, le renminbi devrait devenir une monnaie internationale importante. Il a également été affirmé que les politiques adoptées pour soutenir l'internationalisation du renminbi avaient agi comme des catalyseurs pour faire progresser les réformes domestiques³³.

Deuxièmement, selon d'autres observateurs, le caractère progressif des progrès accomplis en matière de libéralisation du compte de capital et du taux de change du renminbi a résulté de divergences de vue entre les dirigeants chinois quant à l'ampleur souhaitable des réformes³⁴. De ce point de vue, la question de savoir si le renminbi deviendra une monnaie internationale importante dépendra de la mesure dans laquelle les forces de marché plutôt que l'intervention de l'État détermineront au final le développement économique de la Chine.

30 Cf. Y. Yu, *op. cit.* ; et E. Prasad et L. Ye, *op. cit.*

31 Cf. G. Dell'Arccia, J. Di Giovanni, A. Faria, A. Kose, P. Mauro, J. Ostry, M. Schindler et M. Terrones, *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, Occasional Paper Series, FMI, n° 264, 2008 ; et M. A. Kose, E. S. Prasad, K. Rogoff et S. J. Wei, *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF Staff Papers, FMI, vol. 56, n° 1, 2009

32 Cf. *Financial Statistics Report*, Banque populaire de Chine, 2011. L'approche progressive adoptée par la Chine pour la libéralisation du compte de capital et les réformes du marché financier domestique est globalement conforme aux recommandations récentes du FMI (cf. *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, FMI, novembre 2012). Cette approche est également conforme aux résultats de plusieurs études empiriques, qui ont conclu que les bénéfices de la libéralisation du compte de capital ne pouvaient être recueillis que si un niveau minimum de développement financier et institutionnel avait été atteint au plan intérieur, cf. G. Dell'Arccia, J. Di Giovanni, A. Faria, A. Kose, P. Mauro, J. Ostry, M. Schindler et M. Terrones, *op. cit.* ; M. A. Kose, E. S. Prasad, K. Rogoff, et S. J. Wei, *op. cit.* ; et A. Kose et A. Taylor, *Thresholds in the process of international financial integration*, Journal of International Money and Finance, 30(1), 2011 ; selon certains observateurs, les conditions nécessaires à une libéralisation réussie du compte de capital ne sont pas encore réunies en Chine, cf. N. Lardy, *Financial Repression in China*, Peterson Institute for International Economics Working Paper, n° PB08-8, septembre 2008

33 Cf. J. Frankel, *Historical precedents for internationalisation of the RMB*, Council on Foreign Relations, Washington D.C., 2011 ; A. Subramanian, *Renminbi rules: the conditional imminence of the reserve currency transition*, Peterson Institute for International Economics Working Paper, vol. 11-14, 2012 ; A. Thornton, *Anaemic ascent: Why China's currency is far from going global*, Lowy Institute for International Policy Analysis, 2012 ; Y. Yu, *op. cit.* ; et J. Ma et M. Hui, *The impact of financial liberalization on China's financial sector* dans S. D. Udaibir, J. Fiechter et T. Sun, (eds.), *China's Road to Greater Financial Stability: Some Policy Perspectives*, FMI, Washington, D.C., juillet 2013

34 Cf. B. Cohen, *The Yuan tomorrow? Evaluating China's currency internationalization strategy*, New Political Economy, vol. 17(3), juillet 2012 ; S. Heep, *China in Global Finance: Domestic Financial Repression and International Financial Power*, Springer, Berlin: à paraître ; et P. Hess, *China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State* dans F. Rövekamp et H. G. Hilpert (eds.), *Currency Cooperation in East Asia*, Springer, Heidelberg, à paraître

4 CONCLUSION

Même si la Chine a accompli des progrès en matière de réduction de ses déséquilibres extérieurs, les déséquilibres intérieurs, notamment un taux d'investissement et un levier d'endettement élevés, ont continué de croître. Le traitement de ces déséquilibres nécessitera de mettre en œuvre des réformes structurelles ambitieuses visant à réduire les incitations qui favorisent l'investissement et l'épargne au détriment de la consommation. Ces réformes auront une incidence sur l'économie réelle et le secteur financier et redéfiniront le rôle de l'État dans les décisions économiques. Dans ce contexte, les réformes favorisant l'internationalisation du renminbi pourrait agir comme un catalyseur pour les réformes domestiques. De leur côté, les réformes visant à réduire les déséquilibres favorisent également la stabilité intérieure et l'attractivité du renminbi comme monnaie d'investissement.

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 *ad hoc* de la zone euro

S24

2.11 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension de la zone euro

S25

3 COMPTES DE LA ZONE EURO

3.1 Comptes économiques et financiers intégrés par secteurs institutionnels

S26

3.2 Comptes non financiers de la zone euro

S30

3.3 Ménages

S32

3.4 Sociétés non financières

S33

3.5 Sociétés d'assurance et fonds de pension

S34

4 MARCHÉS FINANCIERS

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

S35

4.2 Émissions par les résidents de la zone euro de titres autres que des actions,
par secteurs émetteurs et par instruments

S36

4.3 Taux de croissance des titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro

S38

4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro

S40

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

S42

4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

S44

4.7 Courbes des taux de la zone euro

S45

4.8 Indices boursiers

S46

5 PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

5.1 IPCH, autres prix et coûts

S47

5.2 Production et demande

S50

5.3 Marché du travail

S54

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

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

ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO À LA LETTONIE LE 1^{ER} JANVIER 2014

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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



VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

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

1. Évolutions monétaires et taux d'intérêt ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2), 3)}	M3 ^{2), 3)} Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques ²⁾	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM ²⁾	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période)	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	1,2	0,58	1,72
2012	.	.	.	.	.	.	0,22	2,24
2013 T1	6,8	4,3	3,2	-	-0,8	1,5	0,21	1,76
T2	8,1	4,6	2,9	-	-1,1	0,2	0,21	2,14
T3	7,0	4,1	2,2	-	-1,9	1,9	0,22	2,05
T4	.	.	.	.	.	.	0,24	2,24
2013 Juillet	7,1	4,1	2,2	2,3	-1,9	1,8	0,22	1,95
Août	6,8	4,0	2,3	2,2	-2,1	2,4	0,23	2,17
Septembre	6,7	3,8	2,0	1,9	-2,1	2,7	0,22	2,05
Octobre	6,6	3,2	1,4	1,7	-2,2	2,1	0,23	1,95
Novembre	6,5	3,1	1,5	.	-2,3	.	0,22	1,99
Décembre	.	.	.	.	.	.	0,27	2,24

2. Prix, production, demande et marché du travail ⁵⁾

	IPCH ¹⁾	Prix à la production	Coûts horaires de main-d'œuvre	PIB en volume (données cvs)	Production industrielle (hors construction)	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (%)	Emploi (données cvs)	Chômage (% de la population active ; données cvs)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	2,5	2,8	1,9	-0,7	-2,5	78,6	-0,7	11,4
2012	1,3	.	.	.	.	.	.	.
2013 T2	1,4	-0,1	1,1	-0,6	-1,0	77,9	-1,0	12,1
T3	1,3	-0,6	1,0	-0,4	-1,1	78,4	-0,8	12,1
T4	0,8	.	.	.	.	.	.	.
2013 Juillet	1,6	0,0	-	-	-2,0	78,3	-	12,1
Août	1,3	-0,9	-	-	-1,5	-	-	12,1
Septembre	1,1	-0,9	-	-	0,2	-	-	12,1
Octobre	0,7	-1,3	-	-	0,2	78,4	-	12,1
Novembre	0,9	-1,2	-	-	.	-	-	12,1
Décembre	0,8	.	-	-	.	-	-	.

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-21 ⁶⁾		Taux de change EUR/USD
	Comptes de transactions courantes et de capital	Biens	Investissements directs et de portefeuille cumulés				Nominal	Réel (sur la base de l'IPC)	
2012	131,2	94,9	68,8	689,4	-13,3	127,5	97,9	95,5	1,2848
2013	.	.	.	.	.	.	101,7	98,9	1,3281
2013 T1	26,4	30,7	-7,5	687,8	-12,4	129,1	100,8	98,2	1,3206
T2	58,1	52,1	18,4	564,3	-13,8	126,8	100,9	98,2	1,3062
T3	58,0	41,7	-35,6	586,8	.	.	101,9	99,1	1,3242
T4	.	.	.	.	.	.	103,1	99,9	1,3610
2013 Juillet	28,4	19,7	-44,4	588,7	-	-	101,5	98,9	1,3080
Août	13,8	8,3	17,4	613,0	-	-	102,2	99,5	1,3310
Septembre	15,8	13,7	-8,6	586,8	-	-	102,0	99,1	1,3348
Octobre	28,5	19,6	-6,7	579,6	-	-	102,9	99,7	1,3635
Novembre	.	.	.	561,5	-	-	102,7	99,5	1,3493
Décembre	.	.	.	.	-	-	103,9	100,6	1,3704

Sources : BCE, Commission européenne (Eurostat et DG Affaires économiques et financières) et Thomson Reuters

Note : Pour plus de précisions, cf. les tableaux correspondants de cette section

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Les variations annuelles en pourcentage des données mensuelles sont des données de fin de mois, tandis que celles des données trimestrielles et annuelles se rapportent à la variation annuelle en moyenne sur la période. Cf. les notes techniques pour plus de détails
- 3) M3 et ses composantes ne recouvrent pas les avoirs des non-résidents de la zone euro en titres d'OPCVM monétaires et en titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans.
- 4) Calculés à partir des courbes de rendements d'obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro. Pour plus d'informations, cf. la section 4.7
- 5) Les données se rapportent à l'Euro 17, sauf indication contraire.
- 6) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales



STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

1. Actif	6 décembre 2013	13 décembre 2013	20 décembre 2013	27 décembre 2013	3 janvier 2014
Avoirs et créances en or	343 920	343 920	343 920	343 920	303 156
Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro	244 585	243 659	243 969	245 654	241 563
Créances en devises sur les résidents de la zone euro	23 602	23 849	23 283	22 964	23 237
Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro	20 374	20 187	19 515	19 517	20 194
Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	709 297	713 016	723 303	717 142	752 259
Opérations principales de refinancement	94 625	98 495	118 911	133 585	168 662
Opérations de refinancement à plus long terme	614 514	614 393	604 050	583 325	583 325
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	158	128	341	232	270
Appels de marge versés	1	1	1	0	2
Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro	75 888	73 234	74 194	74 985	73 545
Titres en euros émis par les résidents de la zone euro	591 441	591 937	585 284	586 050	591 184
Titres détenus à des fins de politique monétaire	241 421	241 251	235 412	235 412	235 929
Autres titres	350 020	350 686	349 872	350 638	355 255
Créances en euros sur les administrations publiques	28 328	28 326	28 326	28 326	28 287
Autres actifs	243 359	244 893	245 739	246 842	245 133
Total de l'actif	2 280 794	2 283 020	2 287 531	2 285 399	2 278 560
2. Passif					
Billets en circulation	935 063	938 657	950 471	958 265	952 900
Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	442 136	446 054	462 481	443 733	492 037
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	203 674	223 637	256 078	244 083	298 943
Facilité de dépôt	54 069	38 341	53 345	59 628	88 213
Reprises de liquidité en blanc	184 000	184 000	152 251	139 920	104 842
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Appels de marge reçus	394	76	808	102	39
Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	5 226	4 980	4 208	4 204	3 239
Certificats de dette émis	0	0	0	0	0
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	103 771	104 310	81 371	82 342	81 007
Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro	114 323	110 181	109 631	115 209	114 211
Engagements en devises envers les résidents de la zone euro	1 976	2 049	2 372	4 434	4 791
Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro	5 590	5 042	4 024	3 193	3 170
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	53 565	53 565	53 565	53 565	52 717
Autres passifs	224 190	223 226	224 454	225 500	220 911
Comptes de réévaluation	304 534	304 534	304 534	304 534	262 876
Capital et réserves	90 420	90 420	90 420	90 420	90 701
Total du passif	2 280 794	2 283 020	2 287 531	2 285 399	2 278 560

Source : BCE

1.2 Taux directeurs de la BCE

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

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

Source : BCE

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

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

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

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
					Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Opérations principales de refinancement								
2013 2 octobre	94 466	73	94 466	0,50	–	–	–	7
9	93 366	68	93 366	0,50	–	–	–	7
16	91 234	70	91 234	0,50	–	–	–	7
23	90 605	67	90 605	0,50	–	–	–	7
30	89 319	66	89 319	0,50	–	–	–	7
6 novembre	89 524	64	89 524	0,50	–	–	–	7
13	87 744	67	87 744	0,25	–	–	–	7
20	86 881	71	86 881	0,25	–	–	–	7
27	97 210	78	97 210	0,25	–	–	–	7
4 décembre	94 625	78	94 625	0,25	–	–	–	7
11	98 495	80	98 495	0,25	–	–	–	7
18	118 911	102	118 911	0,25	–	–	–	5
23	133 585	117	133 585	0,25	–	–	–	7
30	168 662	181	168 662	0,25	–	–	–	9
2014 8 janvier	112 458	92	112 458	0,25	–	–	–	7
Opérations de refinancement à plus long terme ⁵⁾								
2013 10 juillet	3 536	21	3 536	0,50	–	–	–	28
1 ^{er} août	2 683	43	2 683	0,50	–	–	–	91
7	3 910	24	3 910	0,50	–	–	–	35
29	6 823	38	6 823	0,46	–	–	–	91
11 septembre	3 430	23	3 430	0,50	–	–	–	28
26	8 607	51	8 607	0,39	–	–	–	84
9 octobre	3 447	21	3 447	0,50	–	–	–	35
31 ⁶⁾	1 930	43	1 930	.	–	–	–	91
13 novembre	3 194	21	3 194	0,25	–	–	–	28
28 ⁶⁾	5 926	47	5 926	.	–	–	–	91
11 décembre	10 143	31	10 143	0,25	–	–	–	35
19 ⁶⁾	20 914	76	20 914	.	–	–	–	98

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

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)		
						Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal ⁴⁾		Taux moyen pondéré	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2013 2 octobre	Reprise de liquidité en blanc	265 066	117	187 500	–	–	0,50	0,09	0,08	7	
9	Reprise de liquidité en blanc	251 347	117	188 000	–	–	0,50	0,09	0,08	7	
16	Reprise de liquidité en blanc	219 440	117	188 000	–	–	0,50	0,15	0,09	7	
23	Reprise de liquidité en blanc	240 212	132	188 000	–	–	0,50	0,12	0,09	7	
30	Reprise de liquidité en blanc	215 802	119	188 000	–	–	0,50	0,18	0,12	7	
6 novembre	Reprise de liquidité en blanc	257 518	131	184 000	–	–	0,50	0,13	0,10	7	
13	Reprise de liquidité en blanc	254 702	126	184 000	–	–	0,25	0,10	0,09	7	
20	Reprise de liquidité en blanc	218 118	122	184 000	–	–	0,25	0,11	0,09	7	
27	Reprise de liquidité en blanc	157 764	108	157 764	–	–	0,25	0,25	0,16	7	
4 décembre	Reprise de liquidité en blanc	190 189	130	184 000	–	–	0,25	0,25	0,14	7	
11	Reprise de liquidité en blanc	186 728	126	184 000	–	–	0,25	0,25	0,19	7	
18	Reprise de liquidité en blanc	152 251	109	152 251	–	–	0,25	0,25	0,23	5	
23	Reprise de liquidité en blanc	139 920	103	139 920	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
30	Reprise de liquidité en blanc	104 842	89	104 842	–	–	0,25	0,25	0,24	9	
2014 8 janvier	Reprise de liquidité en blanc	185 795	132	179 000	–	–	0,25	0,25	0,17	7	

Source : BCE

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

1.4 Statistiques de réserves obligatoires et de liquidité

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

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

Assiette des réserves à fin :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif ¹⁾			Engagements soumis à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts à vue et dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis > à 2 ans	Titres en pension	Titres de créance d'une durée > à 2 ans
	1	2	3	4	5	6	
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5	
2011	18 970,0	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8	
2012	18 564,7	9 971,7	637,5	2 583,9	1 163,1	4 208,4	
2013	18 148,7	9 823,0	562,9	2 481,1	1 323,0	3 958,8	
2013 Juin	18 577,4	9 948,3	593,5	2 531,5	1 426,0	4 078,1	
Juillet	18 343,3	9 826,4	596,3	2 515,3	1 422,1	3 983,3	
Août	18 252,7	9 835,6	587,7	2 494,7	1 353,8	3 981,0	
Septembre	18 133,7	9 806,2	572,8	2 483,8	1 301,4	3 969,5	
Octobre ²⁾	18 148,7	9 823,0	562,9	2 481,1	1 323,0	3 958,8	

2. Constitution des réserves

Période de constitution prenant fin en :	Réserves à constituer	Comptes courants des établissements de crédit	Excédents de réserves	Déficits de réserves	Taux de rémunération des réserves obligatoires
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2013 6 août	104,5	269,6	165,1	0,0	0,50
10 septembre	104,9	274,5	169,6	0,0	0,50
8 octobre	103,8	268,4	164,7	0,0	0,50
12 novembre	103,8	244,9	141,1	0,0	0,50
10 décembre	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 14 janvier ³⁾	103,3	.	.	.	.

3. Liquidité

Période de constitution prenant fin en :	Facteurs d'élargissement de la liquidité							Facteurs d'absorption de la liquidité				Comptes courants des établissements de crédit	Base monétaire
	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème							Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème	Autres facteurs (net)			
	Avoirs nets de l'Euro-système en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Facilité de prêt marginal	Autres opérations d'apport de liquidité ⁴⁾	Facilité de dépôt	Autres opérations de retrait de liquidité ⁵⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1 073,1	
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3	
2012	708,0	74,0	1 044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1 631,0	
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4	
2013 9 juillet	615,9	108,8	708,0	1,3	256,4	92,1	195,0	909,3	92,5	115,1	286,5	1 287,9	
6 août	532,3	104,5	698,6	0,2	255,0	82,6	195,5	917,6	97,1	28,2	269,6	1 269,8	
10 septembre	531,8	97,5	692,3	0,4	251,1	79,2	191,7	920,4	72,6	34,7	274,5	1 274,2	
8 octobre	538,2	96,2	674,6	0,2	248,2	58,9	189,8	918,3	80,1	41,9	268,4	1 245,6	
12 novembre	550,9	90,8	652,4	0,1	244,6	52,1	187,2	920,4	70,9	63,4	244,9	1 217,4	
10 décembre	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4	

Source : BCE

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



STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

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

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro				Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires ²⁾	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs ³⁾
		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														
2011	4 700,4	2 780,5	18,0	1,0	2 761,5	717,2	557,0	10,1	150,1	–	20,3	779,2	8,1	395,0
2012	5 287,6	3 351,2	16,9	1,0	3 333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	–	23,4	799,9	8,3	381,8
2013 T2	4 399,4	2 572,6	15,1	1,2	2 556,3	741,7	588,9	25,3	127,4	–	23,6	665,0	8,3	388,4
T3	4 303,2	2 455,0	15,1	1,2	2 438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	–	24,6	690,7	8,3	396,8
2013 Août	4 353,7	2 485,8	15,0	1,2	2 469,5	730,1	579,4	25,9	124,8	–	24,0	711,3	8,3	394,2
Septembre	4 303,2	2 455,0	15,1	1,2	2 438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	–	24,6	690,7	8,3	396,8
Octobre	4 228,5	2 399,5	15,1	1,2	2 383,3	724,6	575,7	25,7	123,3	–	25,2	671,7	8,4	399,0
Novembre ⁴⁾	4 147,9	2 338,7	15,1	1,2	2 322,4	723,2	573,8	25,8	123,5	–	25,0	649,9	8,4	402,7
IFM hors Eurosystème														
2011	33 533,5	18 476,5	1 159,6	11 163,1	6 153,8	4 765,1	1 395,9	1 517,3	1 852,0	50,2	1 212,0	4 253,5	232,3	4 543,9
2012	32 697,6	17 990,5	1 153,4	11 041,7	5 795,4	4 901,6	1 627,0	1 423,3	1 851,3	66,8	1 227,8	4 046,3	214,6	4 249,9
2013 T2	32 009,2	17 528,2	1 101,8	10 978,0	5 448,4	4 959,6	1 785,2	1 407,3	1 767,1	50,9	1 246,4	4 004,8	209,5	4 009,8
T3	31 386,0	17 300,6	1 090,4	10 779,4	5 430,8	4 842,3	1 744,7	1 393,8	1 703,8	58,9	1 232,9	3 896,6	210,4	3 844,3
2013 Août	31 536,8	17 383,1	1 090,2	10 767,7	5 525,2	4 893,2	1 755,3	1 401,8	1 736,1	58,1	1 223,4	3 951,3	210,1	3 817,6
Septembre	31 386,0	17 300,6	1 090,4	10 779,4	5 430,8	4 842,3	1 744,7	1 393,8	1 703,8	58,9	1 232,9	3 896,6	210,4	3 844,3
Octobre	31 356,2	17 188,1	1 103,0	10 730,0	5 355,2	4 825,9	1 764,6	1 374,4	1 686,9	55,8	1 234,6	3 954,6	209,0	3 888,2
Novembre ⁴⁾	31 344,3	17 179,7	1 085,1	10 725,3	5 369,2	4 814,3	1 761,0	1 371,7	1 681,6	56,9	1 239,5	3 969,0	209,7	3 875,5

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts des résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires ⁴⁾	Titres de créance émis ⁵⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs ³⁾
			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											
2011	4 700,4	913,6	2 609,0	63,8	12,1	2 533,1	–	0,0	481,3	284,3	412,2
2012	5 287,6	938,2	3 062,2	81,4	64,5	2 916,4	–	0,0	536,1	298,7	452,4
2013 T2	4 399,4	936,8	2 350,7	107,9	45,7	2 197,1	–	0,0	421,4	241,3	449,3
T3	4 303,2	944,6	2 225,0	82,0	49,2	2 093,8	–	0,0	444,8	225,4	463,5
2013 Août	4 353,7	945,3	2 250,3	81,3	46,3	2 122,7	–	0,0	469,1	229,4	459,5
Septembre	4 303,2	944,6	2 225,0	82,0	49,2	2 093,8	–	0,0	444,8	225,4	463,5
Octobre	4 228,5	950,4	2 153,1	79,7	69,2	2 004,2	–	0,0	444,4	213,5	467,1
Novembre ⁴⁾	4 147,9	953,5	2 093,0	88,2	58,9	1 945,9	–	0,0	426,9	203,6	470,9
IFM hors Eurosystème											
2011	33 533,5	–	17 312,0	195,5	10 752,1	6 364,4	570,6	5 008,2	2 229,1	3 805,2	4 608,3
2012	32 697,6	–	17 197,8	169,7	10 869,1	6 159,1	534,7	4 848,9	2 343,9	3 495,0	4 277,3
2013 T2	32 009,2	–	17 071,2	235,6	11 085,0	5 750,6	486,9	4 590,6	2 391,8	3 411,0	4 057,8
T3	31 386,0	–	16 851,9	190,9	10 929,5	5 731,6	476,8	4 470,5	2 392,7	3 274,9	3 919,2
2013 Août	31 536,8	–	16 945,5	180,4	10 950,3	5 814,8	502,5	4 506,4	2 388,8	3 343,0	3 850,6
Septembre	31 386,0	–	16 851,9	190,9	10 929,5	5 731,6	476,8	4 470,5	2 392,7	3 274,9	3 919,2
Octobre	31 356,2	–	16 766,9	165,5	10 907,5	5 693,9	474,9	4 447,5	2 400,5	3 297,6	3 968,8
Novembre ⁴⁾	31 344,3	–	16 806,9	175,4	10 940,5	5 691,0	475,0	4 435,6	2 400,8	3 270,9	3 955,1

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) 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.
- 4) Montants détenus par les résidents de la zone euro
- 5) 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											
2011	26 718,7	12 341,7	1 177,6	11 164,1	3 480,2	1 952,8	1 527,4	741,0	5 032,7	240,4	4 882,7
2012	26 248,6	12 213,0	1 170,3	11 042,7	3 629,2	2 195,4	1 433,8	767,0	4 846,2	222,9	4 570,3
2013 T2	25 930,2	12 096,1	1 116,9	10 979,2	3 806,8	2 374,1	1 432,6	792,5	4 669,8	217,7	4 347,3
T3	25 416,9	11 886,1	1 105,5	10 780,6	3 741,7	2 321,4	1 420,3	792,6	4 587,2	218,7	4 190,6
2013 Août	25 459,9	11 874,1	1 105,2	10 768,9	3 762,5	2 334,8	1 427,7	781,6	4 662,6	218,4	4 160,7
Septembre	25 416,9	11 886,1	1 105,5	10 780,6	3 741,7	2 321,4	1 420,3	792,6	4 587,2	218,7	4 190,6
Octobre	25 461,3	11 849,2	1 118,1	10 731,1	3 740,3	2 340,2	1 400,1	793,3	4 626,3	217,4	4 234,8
Novembre ⁶⁾	25 419,0	11 826,7	1 100,2	10 726,5	3 732,3	2 334,8	1 397,5	795,1	4 618,9	218,1	4 228,1
Flux											
2011	992,9	60,3	-55,6	115,9	127,8	151,9	-24,1	-29,9	-37,5	7,8	864,3
2012	87,1	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,6	-151,1	-14,1	138,6
2013 T2	-441,0	-69,9	-23,6	-46,3	79,7	79,7	0,0	9,1	2,6	-0,3	-462,3
T3	-431,9	-98,3	-12,5	-85,8	-70,6	-58,6	-12,0	-8,4	-75,7	1,1	-180,0
2013 Août	-160,0	-47,0	-15,0	-32,0	-6,3	-2,8	-3,5	-2,5	-15,9	0,1	-88,5
Septembre	-21,4	19,0	0,2	18,9	-24,3	-16,3	-8,1	6,1	-31,9	0,4	9,3
Octobre	65,1	-22,6	12,5	-35,0	-15,4	5,3	-20,7	-5,6	66,6	-1,2	43,3
Novembre ⁶⁾	-27,7	-15,7	-17,9	2,2	-12,3	-9,1	-3,1	1,4	6,8	0,8	-8,4

2. Passif

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts de l'administration centrale	Dépôts des autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	Titres d'OPCVM monétaires ³⁾	Titres de créance émis ⁴⁾	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs ³⁾	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM
Encours										
2011	26 718,7	857,5	259,3	10 764,3	520,4	3 006,2	2 219,1	4 089,5	5 020,5	-17,9
2012	26 248,6	876,8	251,0	10 933,5	467,9	2 853,4	2 395,9	3 793,7	4 729,7	-53,3
2013 T2	25 930,2	885,9	343,5	11 130,7	435,9	2 696,1	2 335,8	3 652,2	4 507,1	-57,0
T3	25 416,9	894,0	272,9	10 978,6	417,9	2 642,0	2 372,6	3 500,3	4 382,7	-44,2
2013 Août	25 459,9	894,2	261,7	10 996,6	444,4	2 645,5	2 392,2	3 572,5	4 310,1	-57,3
Septembre	25 416,9	894,0	272,9	10 978,6	417,9	2 642,0	2 372,6	3 500,3	4 382,7	-44,2
Octobre	25 461,3	897,9	245,2	10 976,8	419,1	2 637,3	2 378,3	3 511,1	4 435,9	-40,3
Novembre ⁶⁾	25 419,0	903,4	263,6	10 999,4	418,1	2 630,4	2 358,3	3 474,5	4 426,0	-54,7
Flux										
2011	992,9	49,1	-0,8	168,1	-29,0	50,0	141,4	-199,9	860,3	-46,1
2012	87,1	19,5	-5,1	186,9	-18,2	-124,8	155,4	-251,2	148,2	-23,6
2013 T2	-441,0	18,4	42,2	85,5	-23,4	-66,7	49,4	-105,0	-437,5	-3,8
T3	-431,9	8,1	-70,6	-63,3	-18,1	-41,6	7,0	-130,7	-152,0	29,2
2013 Août	-160,0	1,4	-55,7	21,2	9,5	-12,5	10,6	-49,9	-99,0	14,4
Septembre	-21,4	-0,2	11,2	-14,6	-26,4	4,4	-1,9	-54,8	50,7	10,2
Octobre	65,1	3,9	-28,0	13,2	1,3	2,8	-6,6	30,5	48,4	-0,4
Novembre ⁶⁾	-27,7	5,4	18,4	27,9	-1,0	-6,1	-3,1	-44,3	-8,4	-16,5

Source : BCE

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

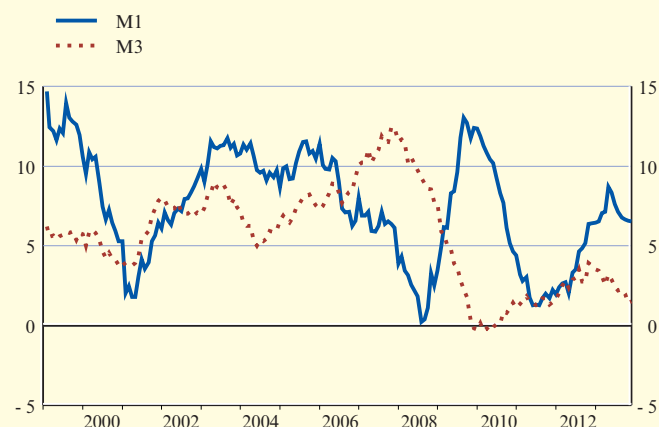
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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												
2011	4 807,0	3 800,6	8 607,6	891,7	9 499,2	-	7 678,0	3 164,7	13 286,3	11 018,1	-	927,7
2012	5 109,9	3 882,3	8 992,2	790,1	9 782,3	-	7 568,4	3 406,0	13 058,6	10 857,4	-	1 035,8
2013 T2	5 264,3	3 873,7	9 138,0	686,5	9 824,5	-	7 385,8	3 451,5	12 935,2	10 706,7	-	1 004,1
T3	5 345,8	3 852,4	9 198,2	664,8	9 863,0	-	7 365,9	3 437,3	12 865,1	10 629,0	-	1 079,6
2013 Août	5 338,8	3 855,8	9 194,6	685,7	9 880,4	-	7 393,7	3 452,4	12 878,2	10 649,2	-	1 077,9
Septembre	5 345,8	3 852,4	9 198,2	664,8	9 863,0	-	7 365,9	3 437,3	12 865,1	10 629,0	-	1 079,6
Octobre	5 397,6	3 820,6	9 218,2	663,1	9 881,4	-	7 395,1	3 464,0	12 827,7	10 607,1	-	1 116,8
Novembre ^(p)	5 425,5	3 816,4	9 241,9	659,1	9 901,0	-	7 358,2	3 428,9	12 767,1	10 577,4	-	1 142,1
Flux												
2011	91,4	69,5	161,0	-8,1	152,8	-	211,9	95,8	49,6	104,0	130,7	162,2
2012	310,2	78,1	388,3	-55,4	332,8	-	-116,9	184,9	-102,5	-70,8	-16,8	98,8
2013 T2	66,3	-7,5	58,8	-33,9	24,9	-	-32,9	23,2	-75,7	-94,2	-86,3	78,3
T3	84,8	-20,4	64,4	-28,8	35,7	-	-36,3	-21,2	-72,5	-71,9	-64,9	61,1
2013 Août	37,1	-16,3	20,8	-5,2	15,6	-	-3,8	4,7	-16,8	-18,9	-16,4	22,5
Septembre	9,7	-2,3	7,5	-19,3	-11,9	-	-4,2	-18,1	-11,5	-13,0	-16,4	27,8
Octobre	53,6	-30,6	23,0	-1,6	21,4	-	24,9	13,0	-36,3	-14,0	-14,3	45,1
Novembre ^(p)	26,9	-4,7	22,2	-2,7	19,5	-	-20,1	-38,9	-59,1	-27,2	-24,2	47,2
Taux de croissance												
2011	1,9	1,9	1,9	-0,9	1,6	1,7	2,9	3,2	0,4	1,0	1,2	162,2
2012	6,5	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,6	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,2	98,8
2013 T2	7,6	0,1	4,3	-17,0	2,4	2,5	-1,0	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	282,0
T3	6,7	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,1	-1,5	313,3
2013 Août	6,8	0,4	4,0	-16,4	2,3	2,2	-1,2	2,2	-1,2	-2,1	-1,5	282,9
Septembre	6,7	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,1	-1,5	313,3
Octobre	6,6	-1,2	3,2	-17,9	1,4	1,7	-0,8	0,8	-1,4	-2,2	-1,7	329,9
Novembre ^(p)	6,5	-1,5	3,1	-16,2	1,5	.	-0,9	-0,6	-1,6	-2,3	-1,8	315,8

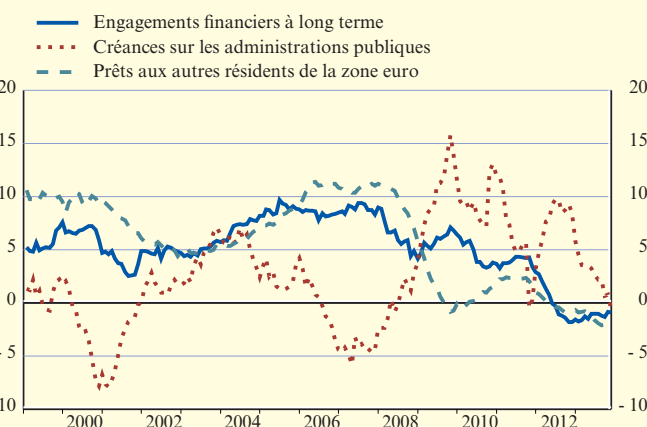
G1 Agrégats monétaires ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



G2 Contreparties ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE

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

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

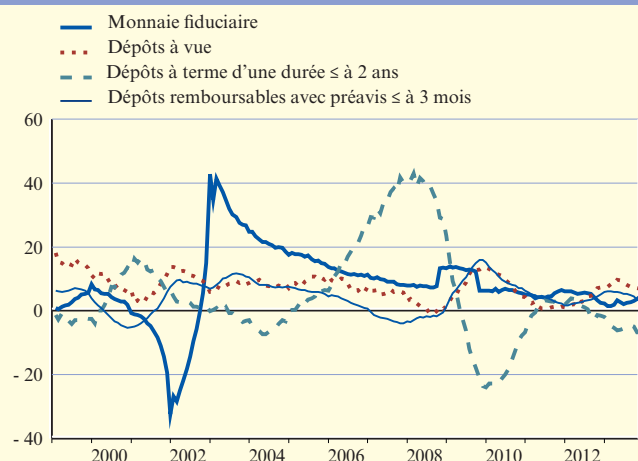
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois	Pensions ²⁾	Titres d'OPCVM monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > à 3 mois	Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans	Capital et réserves
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2011	843,9	3 963,1	1 838,6	1 961,9	146,2	537,8	207,7	2 812,9	115,3	2 544,2	2 205,7
2012	863,9	4 246,0	1 801,8	2 080,6	123,7	483,3	183,2	2 685,0	106,1	2 395,2	2 382,1
2013 T2	880,8	4 383,5	1 751,3	2 122,4	117,7	438,6	130,2	2 562,8	96,6	2 401,5	2 324,9
T3	893,7	4 452,1	1 719,5	2 132,9	110,4	421,7	132,7	2 505,5	93,6	2 393,1	2 373,7
2013 Août	890,8	4 448,0	1 727,4	2 128,4	123,0	434,5	128,3	2 515,1	95,4	2 393,8	2 389,3
Septembre	893,7	4 452,1	1 719,5	2 132,9	110,4	421,7	132,7	2 505,5	93,6	2 393,1	2 373,7
Octobre	898,1	4 499,6	1 691,8	2 128,8	117,9	423,1	122,1	2 516,5	92,7	2 401,6	2 384,3
Novembre ^(p)	902,9	4 522,5	1 684,1	2 132,4	118,7	417,6	122,8	2 513,6	92,1	2 394,2	2 358,3
Flux											
2011	48,9	42,6	35,8	33,8	-16,8	-29,6	38,2	17,5	-2,5	56,0	140,8
2012	20,2	290,0	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,1
2013 T2	11,6	54,7	-27,8	20,3	-4,4	-18,7	-10,8	-54,2	-4,3	-8,0	33,7
T3	12,9	71,9	-32,1	11,7	-15,4	-16,8	3,4	-45,8	-3,0	-6,5	19,0
2013 Août	5,6	31,5	-16,8	0,5	-5,9	-1,4	2,1	-13,5	-0,1	-3,0	12,8
Septembre	2,9	6,8	-7,0	4,7	-12,5	-12,7	5,8	-3,2	-1,8	-1,3	2,1
Octobre	4,3	49,3	-26,6	-4,0	7,6	1,5	-10,7	18,6	-0,9	9,0	-1,8
Novembre ^(p)	4,9	22,0	-8,9	4,2	1,3	-5,5	1,4	-2,8	-0,6	-7,6	-9,1
Taux de croissance											
2011	6,1	1,1	2,0	1,8	-9,8	-5,1	29,2	0,7	-2,1	2,3	6,9
2012	2,4	7,3	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013 T2	2,1	8,8	-5,6	5,4	-9,3	-11,2	-35,6	-4,8	-14,8	-3,2	6,5
T3	3,1	7,4	-4,9	4,5	-17,9	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
2013 Août	2,7	7,6	-4,5	4,8	-9,8	-10,1	-35,4	-6,5	-14,2	-1,6	6,1
Septembre	3,1	7,4	-4,9	4,5	-17,9	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
Octobre	3,7	7,1	-6,6	3,5	-10,0	-12,5	-36,0	-5,4	-14,8	-0,9	5,1
Novembre ^(p)	4,5	6,9	-6,8	3,1	-9,6	-12,6	-30,2	-5,5	-14,4	-0,7	4,8

G3 Composantes des agrégats monétaires ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



G4 Composantes des engagements financiers à long terme ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE

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

2.3 Statistiques monétaires ¹⁾

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

3. Prêts en tant que contrepartie 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												
2011	91,1	965,3	4 729,6	–	1 147,7	860,6	2 721,2	5 232,1	–	625,9	3 777,2	828,9
2012	89,0	977,0	4 548,8	–	1 132,1	795,7	2 621,0	5 242,5	–	601,8	3 824,3	816,5
2013 T2	94,3	932,1	4 442,8	–	1 107,5	770,0	2 565,3	5 237,6	–	587,2	3 842,0	808,4
T3	95,4	902,7	4 395,1	–	1 082,9	762,5	2 549,7	5 235,9	–	582,1	3 845,4	808,3
2013 Août	96,4	910,6	4 410,6	–	1 086,3	770,4	2 554,0	5 231,6	–	586,4	3 839,4	805,8
Septembre	95,4	902,7	4 395,1	–	1 082,9	762,5	2 549,7	5 235,9	–	582,1	3 845,4	808,3
Octobre	97,2	897,1	4 379,8	–	1 072,0	760,9	2 546,9	5 233,0	–	575,3	3 853,3	804,4
Novembre ⁴⁾	100,2	883,5	4 364,4	–	1 063,0	759,1	2 542,3	5 229,4	–	572,4	3 856,2	800,7
Flux												
2011	1,3	-37,5	58,6	64,5	24,0	-22,9	57,4	81,6	102,3	-11,6	85,8	7,4
2012	-2,0	12,9	-107,3	-61,8	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,8	48,3	-4,9
2013 T2	1,2	-36,8	-50,1	-50,5	-24,1	-6,6	-19,4	-8,4	0,0	-5,0	0,4	-3,8
T3	1,4	-40,4	-35,7	-37,9	-17,0	-8,2	-10,4	2,7	10,9	-0,6	3,5	-0,1
2013 Août	0,7	-9,3	-13,0	-12,5	-7,8	-1,4	-3,8	2,7	4,0	-1,5	3,9	0,3
Septembre	-1,1	-8,5	-9,3	-10,0	-0,3	-6,9	-2,1	5,8	3,0	-0,7	6,0	0,5
Octobre	1,9	-3,9	-14,8	-16,6	-9,3	1,0	-6,4	2,8	4,5	-6,1	8,3	0,5
Novembre ⁴⁾	2,9	-14,2	-13,1	-13,6	-8,0	-1,6	-3,5	-2,8	0,6	-2,4	3,0	-3,4
Taux de croissance												
2011	1,6	-3,8	1,3	1,4	2,1	-2,6	2,2	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013 T2	11,8	-3,1	-3,3	-2,4	-1,9	-6,2	-3,0	0,0	0,3	-3,6	0,9	-1,2
T3	9,9	-7,5	-3,6	-2,8	-3,2	-5,6	-3,2	0,1	0,4	-2,3	0,8	-1,0
2013 Août	12,7	-6,3	-3,8	-3,0	-4,4	-5,3	-3,1	0,1	0,4	-2,5	0,7	-1,2
Septembre	9,9	-7,5	-3,6	-2,8	-3,2	-5,6	-3,2	0,1	0,4	-2,3	0,8	-1,0
Octobre	8,4	-8,0	-3,8	-3,0	-4,2	-5,2	-3,1	0,2	0,3	-3,1	0,9	-1,1
Novembre ⁴⁾	14,0	-9,1	-3,9	-3,1	-4,7	-4,9	-3,2	0,1	0,3	-3,4	0,9	-1,5

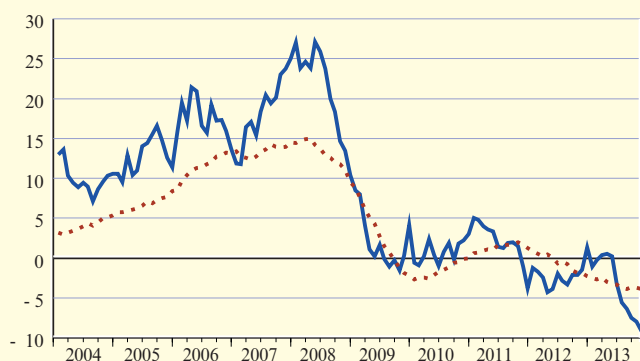
G5 Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)

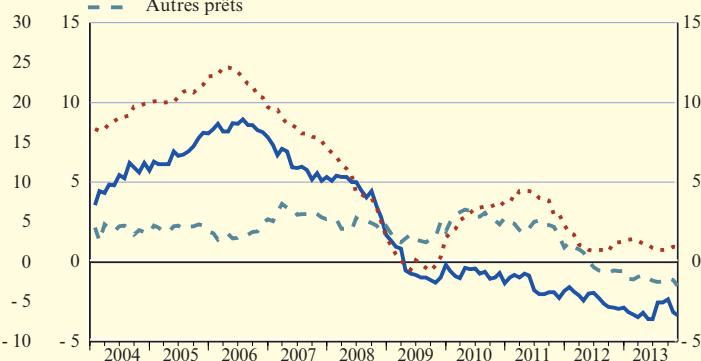
G6 Prêts aux ménages ¹⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)

— Autres intermédiaires financiers ²⁾
 Sociétés non financières



— Crédits à la consommation
 Prêts au logement
 - - - - - Autres prêts



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													
2012	81,6	64,2	4,5	12,9	1 169,5	196,2	599,6	229,4	340,5	4 538,2	1 123,7	794,6	2 619,9
2013 T2	95,2	79,2	3,8	12,2	1 188,3	252,6	628,3	218,8	341,2	4 451,1	1 117,8	770,7	2 562,6
T3	98,5	82,1	3,5	12,9	1 048,5	137,7	504,3	215,2	329,1	4 394,6	1 080,2	764,0	2 550,4
2013 Septembre	98,5	82,1	3,5	12,9	1 048,5	137,7	504,3	215,2	329,1	4 394,6	1 080,2	764,0	2 550,4
Octobre	100,4	83,3	3,7	13,5	1 018,2	123,3	473,2	215,7	329,3	4 377,7	1 066,5	762,8	2 548,5
Novembre ^(p)	101,0	83,4	3,8	13,8	1 016,4	133,2	471,8	216,7	327,9	4 371,9	1 062,9	759,6	2 549,4
Flux													
2012	-1,7	0,6	-1,8	-0,5	51,8	38,7	21,1	13,1	17,6	-108,5	5,8	-51,5	-62,8
2013 T2	3,6	3,6	-0,1	0,1	-16,0	17,8	-1,1	-2,9	-12,0	-40,5	-16,2	-5,0	-19,2
T3	3,7	3,2	-0,3	0,7	-43,7	-8,0	-32,2	2,4	-13,9	-44,5	-30,1	-7,4	-7,0
2013 Septembre	-1,6	-2,0	0,0	0,4	11,3	5,7	13,9	0,1	-2,7	-0,7	9,8	-6,1	-4,4
Octobre	1,9	1,2	0,2	0,6	-22,1	-7,9	-23,8	1,3	0,4	-16,4	-12,2	1,3	-5,5
Novembre ^(p)	0,5	0,1	0,1	0,3	1,8	14,2	2,4	0,9	-1,5	-3,6	-2,5	-3,1	2,0
Taux de croissance													
2012	-2,0	0,9	-28,6	-3,5	4,6	24,7	3,6	6,0	5,5	-2,3	0,5	-6,0	-2,3
2013 T2	11,4	17,3	-29,6	-2,2	3,9	42,7	8,8	-0,8	-1,5	-3,3	-1,9	-6,2	-3,0
T3	10,0	14,6	-37,6	5,2	-4,2	12,4	-4,1	-0,8	-5,9	-3,6	-3,2	-5,6	-3,2
2013 Septembre	10,0	14,6	-37,6	5,2	-4,2	12,4	-4,1	-0,8	-5,9	-3,6	-3,2	-5,6	-3,2
Octobre	8,4	11,3	-31,6	7,8	-5,6	4,0	-7,9	0,1	-5,4	-3,7	-4,2	-5,1	-3,1
Novembre ^(p)	14,2	17,2	-19,7	9,6	-4,7	20,8	-4,7	0,0	-7,8	-3,8	-4,7	-4,9	-3,1

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														
2012	5 252,5	604,3	136,4	175,2	292,7	3 830,9	14,4	56,6	3 760,0	817,3	419,4	139,8	80,7	596,9
2013 T2	5 243,4	589,5	130,9	171,3	287,3	3 840,4	13,7	55,7	3 771,1	813,5	414,1	144,7	78,4	590,3
T3	5 237,7	583,0	130,4	170,4	282,3	3 847,0	12,6	55,8	3 778,6	807,7	413,6	138,4	77,6	591,7
2013 Septembre	5 237,7	583,0	130,4	170,4	282,3	3 847,0	12,6	55,8	3 778,6	807,7	413,6	138,4	77,6	591,7
Octobre	5 233,6	576,4	126,9	168,6	280,9	3 854,4	12,8	55,9	3 785,7	802,8	410,2	136,3	77,3	589,1
Novembre ^(p)	5 236,1	572,9	125,3	168,4	279,1	3 857,5	12,7	56,0	3 788,9	805,8	408,9	140,3	77,2	588,3
Flux														
2012	25,0	-17,8	-3,2	-6,2	-8,4	47,8	0,2	0,2	47,4	-4,9	-5,7	-0,4	-6,9	2,3
2013 T2	6,6	-0,1	1,5	-1,0	-0,6	3,3	0,2	-0,3	3,4	3,4	-2,1	3,7	0,1	-0,3
T3	-1,2	-2,1	0,0	-1,0	-1,1	6,7	-1,1	0,1	7,7	-5,9	-1,5	-6,0	-0,7	0,9
2013 Septembre	9,8	0,4	1,8	-0,5	-1,0	8,1	0,0	-0,2	8,4	1,4	2,0	1,8	-0,9	0,4
Octobre	1,5	-5,8	-3,0	-1,9	-1,0	7,8	0,2	0,1	7,5	-0,5	-0,1	-1,1	0,1	0,6
Novembre ^(p)	3,4	-3,0	-0,9	-0,7	-1,4	3,2	-0,1	0,1	3,2	3,2	-1,7	4,0	-0,2	-0,6
Taux de croissance														
2012	0,5	-2,8	-2,2	-3,4	-2,8	1,3	1,3	0,3	1,3	-0,6	-1,4	-0,3	-7,8	0,4
2013 T2	0,0	-3,6	-2,4	-5,0	-3,3	0,9	-0,1	-2,1	0,9	-1,2	-1,6	-1,1	-7,3	-0,3
T3	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
2013 Septembre	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
Octobre	0,2	-3,2	-2,6	-5,0	-2,3	0,9	-8,4	-2,5	1,0	-1,1	-1,3	-1,8	-5,3	-0,4
Novembre ^(p)	0,1	-3,3	-2,8	-4,9	-2,7	0,9	-8,8	-2,5	1,0	-1,5	-1,4	-3,4	-5,1	-0,5

Source : BCE

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

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

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

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

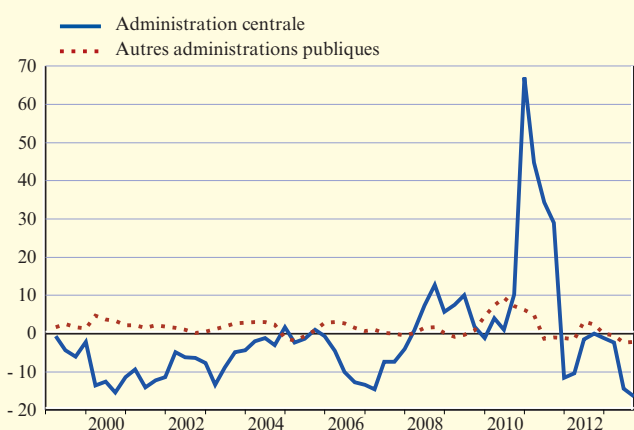
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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										
2011	1 159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3 021,6	2 022,7	998,9	62,4	936,4
2012	1 153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2 868,8	1 906,7	962,1	60,7	901,4
2012 T4	1 153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2 868,8	1 906,7	962,1	60,7	901,4
2013 T1	1 124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2 891,7	1 889,5	1 002,2	60,0	942,2
T2	1 101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2 878,5	1 893,7	984,9	58,0	926,8
T3 ^(p)	1 090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2 767,2	1 807,7	959,4	59,3	900,1
Flux										
2011	-54,9	-45,9	-0,3	14,6	-23,3	15,6	-26,2	41,6	12,9	28,7
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2012 T4	-9,5	0,6	-9,9	1,9	-2,1	-101,4	-56,0	-45,4	1,9	-47,3
2013 T1	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,9	10,8	-26,8	37,7	-1,0	38,7
T2	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,7	25,2	-6,5	-1,3	-5,2
T3 ^(p)	-12,5	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,6	-77,2	-14,4	2,4	-16,8
Taux de croissance										
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2012 T4	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013 T1	-1,1	-2,4	-3,5	0,2	8,3	-5,2	-7,1	-1,3	0,1	-1,4
T2	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
T3 ^(p)	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,4	-3,2

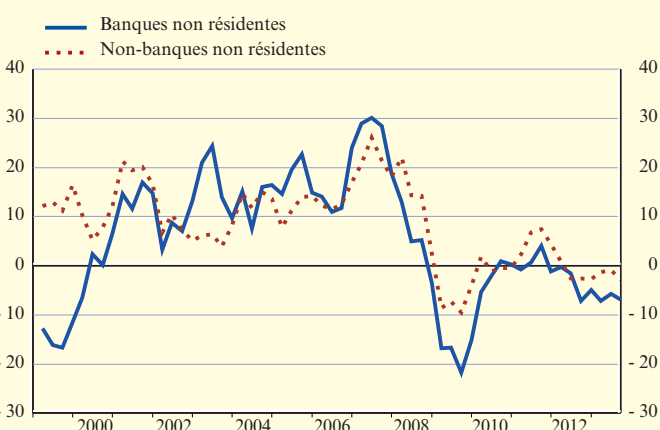
G7 Prêts aux administrations publiques ²⁾

(taux de croissance annuels ; données brutes)



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

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE

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

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

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

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

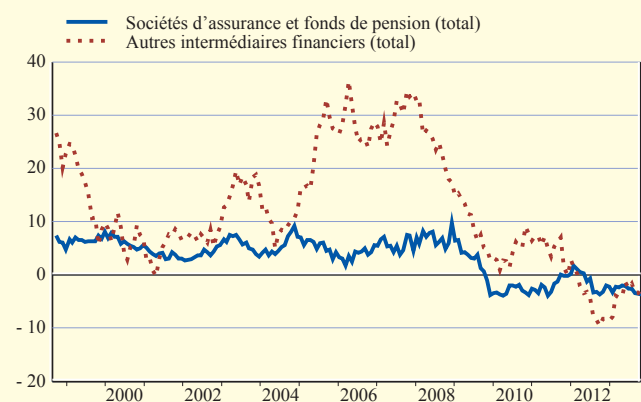
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

1. Dépôts des intermédiaires financiers

	Sociétés d'assurance et fonds de pension							Autres intermédiaires financiers							Pensions	Pensions	Au près des contreparties centrales
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions				
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
Encours																	
2011	703,8	91,9	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2 221,0	390,0	284,9	1 190,7	14,7	0,5	340,2	260,0		
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2 016,5	410,7	236,6	1 021,0	13,6	0,3	334,4	256,7		
2013 T2	678,8	104,2	78,0	479,4	7,9	0,3	9,0	2 123,8	455,5	230,5	994,3	16,9	0,2	426,3	343,4		
T3	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1 960,3	443,2	235,2	969,7	17,2	0,3	294,7	212,3		
2013 Août	675,2	104,0	80,6	472,9	8,4	0,4	8,9	1 966,6	436,1	235,5	978,3	16,8	0,3	299,5	206,9		
Septembre	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1 960,3	443,2	235,2	969,7	17,2	0,3	294,7	212,3		
Octobre	668,8	105,6	77,2	467,9	7,9	0,1	9,9	1 917,1	436,9	225,6	964,9	17,3	0,4	272,1	187,8		
Novembre ^(p)	660,6	104,8	72,6	465,4	7,1	0,1	10,6	1 901,9	433,8	216,7	961,9	23,3	0,5	265,6	183,6		
Flux																	
2011	0,0	11,5	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-2,6	2,4	28,8	-29,1	5,7	-2,6	0,1	-0,4	5,5		
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-176,7	23,9	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3		
2013 T2	-17,9	-9,3	-5,4	-0,7	0,0	0,0	-2,5	15,0	14,3	-7,0	-21,3	1,8	0,0	27,2	29,4		
T3	-9,1	2,4	-3,7	-9,2	0,9	-0,2	0,6	-80,4	-11,8	4,8	-24,7	0,2	0,1	-49,1	-40,2		
2013 Août	-8,9	-5,0	-0,2	-2,6	0,5	0,1	-1,7	-1,8	0,2	2,9	-9,1	-0,7	0,1	4,7	10,2		
Septembre	-5,2	2,6	-5,9	-2,3	0,0	-0,2	0,7	-6,6	7,2	0,0	-9,2	0,2	0,0	-4,7	5,4		
Octobre	-0,6	-0,8	2,6	-2,6	-0,2	0,0	0,4	-30,2	-5,7	-9,1	-4,5	0,1	0,1	-11,1	-13,0		
Novembre ^(p)	-8,2	-0,8	-4,7	-2,5	-0,8	0,0	0,6	-9,1	-3,5	-9,2	-3,2	6,2	0,1	0,5	2,2		
Taux de croissance																	
2011	0,0	14,1	5,6	-2,7	43,3	-	-13,1	0,2	8,1	-9,3	0,4	-10,0	-	-0,2	2,1		
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,0	6,1	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2		
2013 T2	-1,9	6,6	-0,2	-4,2	27,9	-	-8,2	-1,2	12,1	-9,0	-9,0	12,4	-	11,5	16,3		
T3	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,4	27,1	-	-3,3	2,7		
2013 Août	-2,3	5,3	2,9	-4,9	32,2	-	-15,5	-1,4	5,3	-1,5	-5,9	24,6	-	2,4	5,2		
Septembre	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,4	27,1	-	-3,3	2,7		
Octobre	-3,3	-0,2	-2,4	-4,6	26,2	-	-3,0	-3,1	4,5	-8,1	-6,1	30,2	-	-2,0	1,1		
Novembre ^(p)	-3,4	2,4	-5,2	-4,3	17,2	-	-16,0	-3,6	3,0	-8,0	-6,7	74,3	-	-3,4	-0,9		

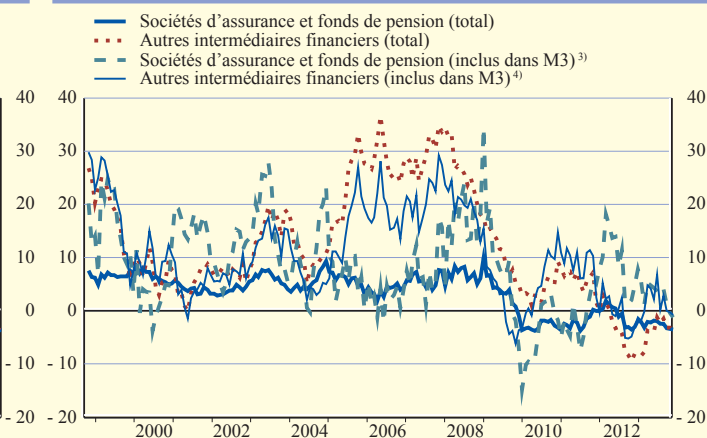
G9 Total des dépôts par secteurs ²⁾

(taux de croissance annuels)



G10 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ²⁾

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

1) Secteur des IFM hors 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)}

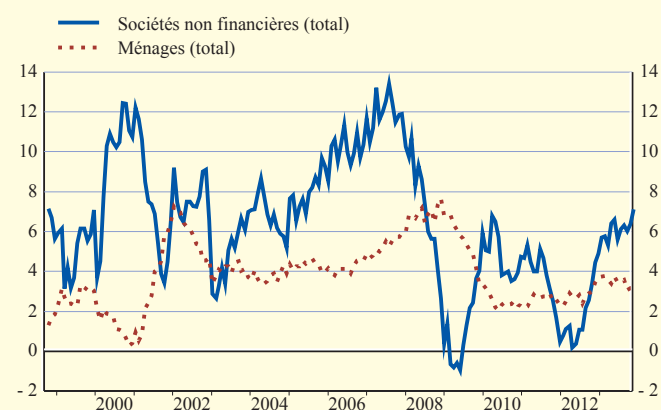
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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														
2011	1 686,9	1 054,3	444,3	97,7	72,3	2,0	16,3	5 894,0	2 255,7	948,1	723,7	1 837,1	106,7	22,7
2012	1 763,8	1 150,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6 119,1	2 346,4	979,1	747,8	1 937,3	98,0	10,4
2013 T2	1 762,0	1 151,8	389,6	115,9	92,4	1,7	10,6	6 210,0	2 446,4	928,9	770,4	1 970,0	88,2	6,1
T3	1 792,1	1 174,6	392,2	118,9	95,0	1,8	9,7	6 202,8	2 460,2	902,5	783,6	1 965,2	84,9	6,3
2013 Août	1 786,8	1 165,8	395,6	116,9	94,7	1,8	12,1	6 221,0	2 463,3	914,6	778,3	1 971,4	86,7	6,6
Septembre	1 792,1	1 174,6	392,2	118,9	95,0	1,8	9,7	6 202,8	2 460,2	902,5	783,6	1 965,2	84,9	6,3
Octobre	1 814,0	1 181,9	402,1	120,8	94,8	1,8	12,6	6 209,7	2 478,6	891,0	791,1	1 958,7	84,5	5,7
Novembre ^(p)	1 840,2	1 210,1	400,8	121,1	95,0	1,9	11,5	6 229,2	2 502,5	886,1	796,2	1 954,6	84,2	5,6
Flux														
2011	9,5	10,0	-4,6	8,8	-5,0	0,4	-0,2	139,0	7,4	42,4	55,3	43,6	-2,6	-7,0
2012	84,2	101,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,8	90,4	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013 T2	15,8	29,7	-19,9	5,7	0,8	0,0	-0,5	46,0	69,9	-35,6	12,3	6,6	-4,9	-2,2
T3	34,0	25,1	2,4	4,1	3,2	0,1	-0,8	-6,0	14,1	-26,5	14,0	-4,6	-3,3	0,2
2013 Août	23,2	16,9	2,3	1,0	1,4	-0,1	1,8	9,8	12,7	-6,7	4,1	0,3	-0,3	-0,3
Septembre	7,9	10,9	-3,0	2,0	0,4	0,0	-2,3	-17,6	-2,8	-11,9	5,4	-6,2	-1,8	-0,3
Octobre	23,6	8,3	10,7	1,8	-0,2	0,1	2,9	6,9	18,7	-11,8	7,5	-6,4	-0,5	-0,6
Novembre ^(p)	25,6	27,9	-2,0	0,3	0,6	0,0	-1,2	19,3	23,7	-5,0	5,1	-4,1	-0,3	-0,1
Taux de croissance														
2011	0,6	1,0	-1,0	10,0	-6,5	28,9	-3,4	2,4	0,3	4,7	8,3	2,4	-2,4	-23,6
2012	5,0	9,6	-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 T2	5,7	8,9	-5,1	15,1	10,8	-4,2	-12,8	3,6	7,0	-3,8	3,1	4,9	-15,4	-57,7
T3	6,1	8,0	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
2013 Août	6,4	8,4	-2,1	13,4	13,2	10,3	4,6	3,7	8,0	-5,1	4,0	4,2	-15,2	-50,3
Septembre	6,1	8,0	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
Octobre	6,5	8,2	-1,4	15,3	11,5	4,8	5,5	3,3	8,5	-8,1	6,2	2,9	-15,7	-52,0
Novembre ^(p)	7,2	9,3	-1,2	15,4	10,5	-6,7	2,3	3,3	8,9	-8,8	7,4	2,4	-15,3	-52,2

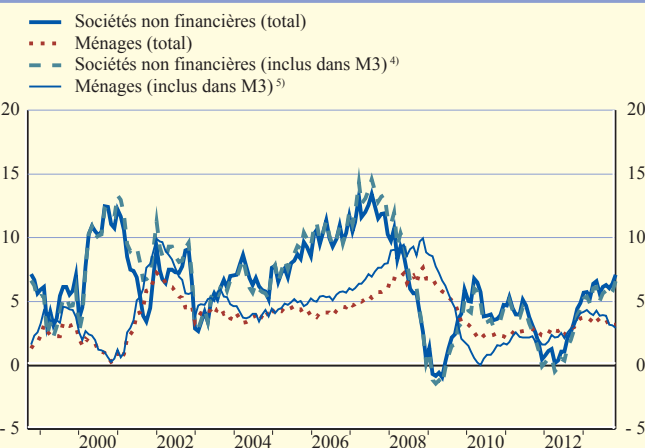
G11 Total des dépôts par secteurs ²⁾

(taux de croissance annuels)



G12 Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ²⁾

(taux de croissance annuels) ²⁾



Source : BCE

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

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

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

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

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

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

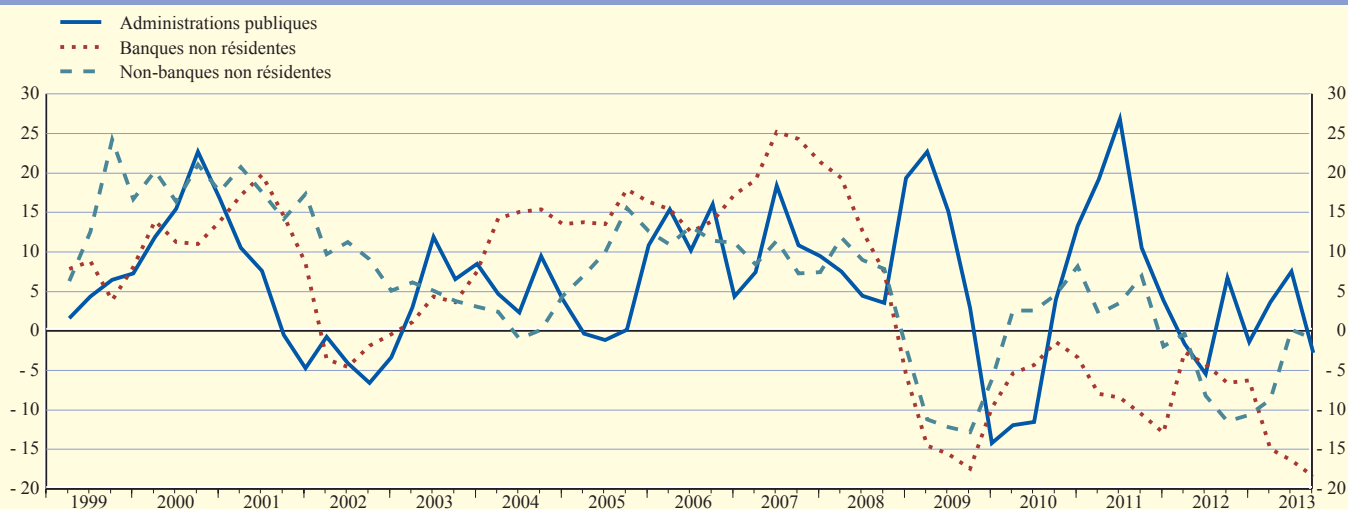
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques ³⁾	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2011	442,0	195,5	48,6	112,6	85,4	3 153,6	2 175,0	978,6	44,3	934,3
2012	448,0	169,7	62,8	111,7	103,8	2 895,9	2 016,6	879,3	39,8	839,4
2012 T4	448,0	169,7	62,8	111,7	103,8	2 895,9	2 016,6	879,3	39,8	839,4
2013 T1	499,4	207,8	67,2	111,8	112,5	2 905,4	1 989,5	915,9	37,6	878,3
T2	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2 807,0	1 873,3	933,7	35,4	898,3
T3 ^(p)	495,5	190,9	70,7	113,7	120,1	2 665,9	1 738,4	927,5	43,0	884,5
Flux										
2011	17,1	3,3	0,6	2,3	10,8	-334,9	-314,6	-20,3	-2,1	-18,2
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-239,7	-135,8	-103,9	-5,1	-98,8
2012 T4	-61,5	-32,3	-30,2	0,4	0,6	-206,4	-138,9	-67,5	-3,3	-64,1
2013 T1	50,3	38,2	4,1	0,1	7,9	-2,3	-33,0	30,7	-2,0	32,7
T2	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,7	-98,6	29,9	-1,8	31,7
T3 ^(p)	-49,8	-44,7	-0,1	-1,6	-3,4	-128,9	-126,6	-2,3	7,9	-10,2
Taux de croissance										
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,6	-9,8	-12,8	-1,9	-4,4	-1,8
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,3	-10,6	-11,9	-10,5
2012 T4	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,3	-10,6	-11,9	-10,5
2013 T1	3,6	9,8	-12,3	-1,5	12,8	-12,9	-14,9	-8,7	-33,0	-7,2
T2	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,5	-16,3	0,2	-14,4	0,8
T3 ^(p)	-2,8	-5,4	-24,1	2,2	16,2	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,1

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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

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

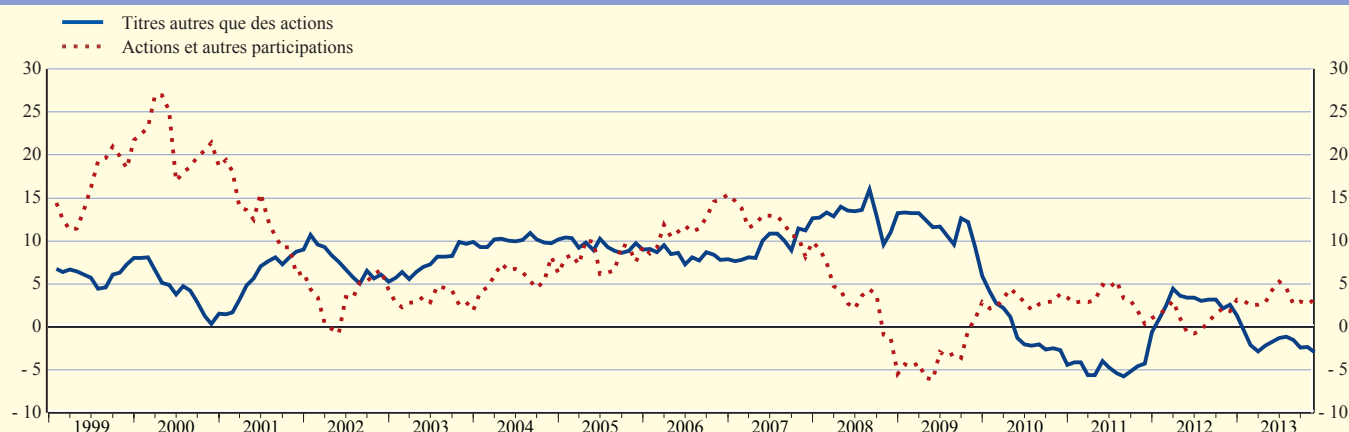
2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation ^{1), 2)}

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

	Titres autres que des actions							Actions et autres participations				
	Total	IFM		Administrations publiques		Autres résidents de la zone euro		Non-résidents de la zone euro	Total	IFM	Non-IFM	Non-résidents de la zone euro
		Euros	Autres devises	Euros	Autres devises	Euros	Autres devises					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2011	5 697,6	1 764,2	87,8	1 373,0	22,9	1 489,0	28,3	932,5	1 507,4	484,0	728,0	295,4
2012	5 774,4	1 748,4	102,9	1 594,2	32,8	1 399,6	23,6	872,8	1 528,5	475,7	752,1	300,7
2013 T2	5 774,5	1 650,0	117,1	1 755,9	29,3	1 380,6	26,7	814,9	1 554,7	468,9	777,5	308,4
T3	5 649,4	1 601,6	102,2	1 714,9	29,8	1 365,0	28,8	807,1	1 552,7	456,3	776,6	319,8
2013 Août	5 698,3	1 625,6	110,5	1 723,9	31,4	1 374,3	27,5	805,1	1 533,3	457,2	766,1	310,0
Septembre	5 649,4	1 601,6	102,2	1 714,9	29,8	1 365,0	28,8	807,1	1 552,7	456,3	776,6	319,8
Octobre	5 626,6	1 586,3	100,7	1 735,6	29,0	1 346,3	28,2	800,7	1 556,3	458,0	776,6	321,7
Novembre ^(p)	5 616,0	1 578,7	103,0	1 735,0	26,0	1 344,3	27,4	801,7	1 567,3	460,9	778,6	327,8
Flux												
2011	-29,2	45,1	7,8	-2,6	5,5	-24,8	-0,1	-60,1	17,0	60,2	-31,5	-11,7
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,9	6,6	38,0	5,3
2013 T2	7,8	-48,6	-5,2	83,4	-1,7	-0,8	0,0	-19,3	19,7	9,9	9,2	0,6
T3	-123,7	-50,2	-14,5	-45,9	0,8	-15,4	2,3	-0,8	-13,4	-14,1	-8,7	9,4
2013 Août	-23,5	-14,0	-8,1	1,6	2,5	-3,3	-0,2	-1,9	-25,6	-22,3	-2,6	-0,7
Septembre	-51,2	-25,0	-8,8	-11,7	-1,4	-9,9	1,3	4,4	13,0	-1,0	5,9	8,1
Octobre	-29,2	-16,8	-0,4	10,6	-0,5	-19,5	-0,3	-2,3	-3,7	2,2	-5,8	-0,1
Novembre ^(p)	-17,8	-8,3	1,3	-3,2	-3,1	-2,1	-1,1	-1,2	8,9	2,7	1,7	4,5
Taux de croissance												
2011	-0,5	2,7	7,7	-0,2	33,7	-1,6	-0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,8
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013 T2	-1,2	-7,6	19,7	10,4	-8,8	-3,5	7,7	-7,2	5,4	-1,3	8,1	9,7
T3	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	0,9	15,2	-5,7	3,0	-4,7	4,5	12,3
2013 Août	-1,4	-10,8	6,8	9,6	2,5	0,5	13,6	-6,2	2,7	-4,2	5,3	8,0
Septembre	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	0,9	15,2	-5,7	3,0	-4,7	4,5	12,3
Octobre	-2,2	-11,0	-1,9	6,4	-2,7	0,0	0,1	-4,0	2,8	-4,4	4,3	11,0
Novembre ^(p)	-2,9	-11,2	-5,4	4,5	-18,2	0,5	17,7	-4,4	3,3	-2,0	2,6	14,1

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>														
2011	6 153,8	–	–	–	–	–	12 322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012	5 795,4	–	–	–	–	–	12 195,1	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013 T2	5 448,4	–	–	–	–	–	12 079,8	96,5	3,5	1,8	0,2	0,9	0,4	
T3 ^(p)	5 430,8	–	–	–	–	–	11 869,8	96,6	3,4	1,7	0,1	0,9	0,4	
<i>Aux non-résidents de la zone euro</i>														
2011	2 022,7	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,9	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012	1 906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	962,1	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013 T2	1 893,7	44,2	55,8	35,8	2,1	2,8	9,4	984,9	39,6	60,4	39,4	2,7	2,6	9,1
T3 ^(p)	1 807,7	41,8	58,2	36,6	2,4	3,6	9,9	959,4	40,3	59,7	38,6	2,6	2,6	9,1
Portefeuilles de titres autres que des actions														
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>														
2011	1 852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2 913,1	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012	1 851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3 050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013 T2	1 767,1	93,4	6,6	2,9	0,1	0,3	2,9	3 192,5	98,2	1,8	1,0	0,1	0,1	0,5
T3 ^(p)	1 703,8	94,0	6,0	2,8	0,1	0,3	2,4	3 138,5	98,1	1,9	1,0	0,1	0,1	0,6
<i>Émis par les non-résidents de la zone euro</i>														
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,2	67,8	39,4	5,8	0,7	13,7
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013 T2	407,8	55,1	44,9	20,9	0,2	0,2	17,1	407,2	34,7	65,3	40,5	4,8	0,9	10,4
T3 ^(p)	419,8	52,6	47,4	21,3	0,2	0,2	19,2	387,3	36,6	63,4	37,6	4,3	0,9	11,0
Dépôts														
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>														
2011	6 364,4	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10 947,6	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012	6 159,1	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11 038,7	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013 T2	5 750,6	93,1	6,9	4,4	0,2	1,0	0,6	11 320,6	97,0	3,0	2,1	0,1	0,1	0,4
T3 ^(p)	5 731,6	93,1	6,9	4,4	0,2	1,1	0,7	11 120,4	96,8	3,2	2,1	0,1	0,1	0,4
<i>Effectués par les non-résidents de la zone euro</i>														
2011	2 175,0	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	978,6	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012	2 016,6	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	879,3	52,4	47,6	31,3	1,9	1,2	6,3
2013 T2	1 873,3	56,7	43,3	29,1	1,3	0,9	7,1	933,7	50,4	49,6	33,3	2,5	1,0	6,4
T3 ^(p)	1 738,4	54,4	45,6	31,1	1,6	1,3	7,7	927,5	51,1	48,9	32,1	2,2	1,3	6,3

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

	Encours toutes devises confondues	Euros ⁴⁾	Autres devises				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
2011	5 236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012	5 068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013 T2	4 825,2	81,0	19,0	10,9	1,2	1,8	2,6
T3 ^(p)	4 710,1	80,7	19,3	11,0	1,2	1,8	2,7

Source : BCE

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

2.8 Bilan agrégé des OPCVM de la zone euro¹⁾

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

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations (à l'exclusion des titres d'OPCVM et des titres d'OPCVM monétaires)	Titres d'OPCVM et titres d'OPCVM monétaires	Actifs non financiers	Autres éléments d'actif (y compris les produits financiers dérivés)
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2013 Avril	7 764,7	520,4	3 134,7	2 159,9	1 042,3	248,7	658,8
Mai	7 825,2	519,2	3 130,8	2 191,9	1 049,8	248,2	685,4
Juin	7 592,6	524,1	3 045,5	2 095,2	1 018,5	249,0	660,4
Juillet	7 707,0	527,2	3 066,8	2 168,7	1 042,8	250,6	650,8
Août	7 656,0	525,1	3 057,4	2 139,6	1 040,4	251,0	642,6
Septembre	7 768,3	507,5	3 099,3	2 224,3	1 064,7	251,1	621,4
Octobre ^(p)	7 946,7	532,5	3 114,8	2 296,9	1 094,5	251,3	656,8
Transactions							
2013 T1	228,2	25,2	82,1	34,2	32,3	1,6	52,9
T2	152,6	31,8	55,7	19,1	2,3	1,2	42,6
T3	53,3	-11,0	56,4	22,8	32,8	2,0	-49,7

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres d'OPCVM émis			Autres éléments de passif (y compris les produits financiers dérivés)	
			Total	Détenus par les résidents de la zone euro	Détenus par les non-résidents		
							OPCVM
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2013 Avril	7 764,7	166,2	7 005,2	5 088,5	828,2	1 916,8	593,3
Mai	7 825,2	169,2	7 035,7	5 101,5	831,6	1 934,2	620,4
Juin	7 592,6	164,2	6 819,1	4 996,2	793,4	1 822,9	609,2
Juillet	7 707,0	163,4	6 946,1	5 100,7	818,3	1 845,4	597,5
Août	7 656,0	169,6	6 890,5	5 076,6	814,7	1 813,9	595,9
Septembre	7 768,3	167,0	7 037,1	5 179,2	839,0	1 857,8	564,2
Octobre ^(p)	7 946,7	174,9	7 192,5	5 300,0	867,7	1 892,5	579,4
Transactions							
2013 T1	228,2	9,4	160,6	96,4	31,2	64,2	58,2
T2	152,6	9,3	97,3	98,0	-7,6	-0,7	46,0
T3	53,3	3,4	97,0	97,9	32,5	-1,0	-47,1

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

	Total	Ventilation par stratégies de placement					Ventilation par types de fonds		Pour mémoire : OPCVM monétaires	
		OPCVM « Obligations »	OPCVM « Actions »	OPCVM « Mixtes »	OPCVM « Placements immobiliers »	Fonds spéculatifs	Autres OPCVM	Fonds ouverts		Fonds fermés
Encours										
2013 Mars	6 890,0	2 447,1	1 840,7	1 685,5	327,6	150,3	438,9	6 804,0	86,1	912,1
Avril	7 005,2	2 505,7	1 855,4	1 717,8	330,1	151,7	444,6	6 918,8	86,5	901,7
Mai	7 035,7	2 499,0	1 875,2	1 724,4	331,1	154,0	452,0	6 947,2	88,5	895,0
Juin	6 819,1	2 416,6	1 783,0	1 683,8	331,3	153,6	450,9	6 731,6	87,6	856,2
Juillet	6 946,1	2 431,0	1 847,3	1 721,9	333,7	151,9	460,3	6 858,3	87,8	851,1
Août	6 890,5	2 407,2	1 819,9	1 715,4	332,8	154,2	461,0	6 802,7	87,8	869,6
Septembre	7 037,1	2 425,2	1 906,9	1 743,1	334,6	157,1	470,1	6 947,4	89,6	846,2
Octobre ^(p)	7 192,5	2 443,2	1 976,6	1 795,1	335,3	159,6	482,6	7 102,2	90,3	835,1
Transactions										
2013 Avril	70,1	41,3	7,5	16,7	1,0	-0,7	4,2	70,0	0,2	-0,8
Mai	45,5	24,7	6,0	7,0	2,9	0,9	3,9	43,6	1,8	-5,8
Juin	-18,3	-24,5	-11,5	8,2	2,4	1,3	5,9	-18,6	0,3	-37,0
Juillet	57,4	18,3	16,5	18,0	2,5	-0,2	2,2	57,0	0,4	0,7
Août	2,8	-5,0	-0,5	6,0	0,4	1,2	0,5	2,8	0,0	14,5
Septembre	36,9	-5,1	19,9	14,4	0,8	3,6	3,4	35,4	1,4	-22,2
Octobre ^(p)	39,1	2,7	18,4	12,1	-0,1	2,0	3,9	39,0	0,1	-7,0

Source : BCE

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

2.9 Titres détenus par les OPCVM¹⁾ ventilés par émetteurs

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

1. Titres autres que des actions

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012 T4	2 968,2	1 623,6	416,1	747,1	241,6	7,7	211,0	1 344,6	332,2	510,2	16,2
2013 T1	3 069,6	1 632,9	407,4	752,7	245,2	8,2	219,3	1 436,6	332,6	563,4	16,0
T2	3 045,5	1 649,4	404,2	770,9	247,9	8,4	218,0	1 396,1	324,9	551,1	15,2
T3 ^(p)	3 099,3	1 686,0	393,6	798,4	257,7	9,1	227,3	1 413,3	343,8	549,7	14,9
Transactions											
2013 T1	82,1	18,9	-9,9	7,9	7,5	0,5	12,9	63,2	-1,0	32,8	-0,4
T2	55,7	28,8	-0,4	24,5	4,0	0,1	0,7	26,9	2,4	12,7	0,2
T3 ^(p)	56,4	27,7	-11,9	22,1	8,7	0,5	8,3	28,7	20,8	2,5	-0,3

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

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012 T4	1 986,0	721,7	60,8	–	50,9	27,6	582,3	1 264,3	175,6	407,8	78,1
2013 T1	2 142,1	738,8	56,4	–	49,9	27,0	605,6	1 403,2	187,7	479,0	95,0
T2	2 095,2	738,6	58,9	–	52,4	28,1	599,1	1 356,6	181,7	482,2	109,5
T3 ^(p)	2 224,3	813,5	72,6	–	56,4	30,4	654,1	1 410,8	197,2	502,7	112,4
Transactions											
2013 T1	34,2	-4,4	-0,5	–	-1,7	-1,2	-0,9	38,5	3,7	16,8	5,8
T2	19,1	1,8	1,3	–	-0,3	0,2	0,6	17,3	0,7	6,3	13,8
T3 ^(p)	22,8	8,9	1,2	–	0,3	0,6	6,8	13,9	3,0	11,6	0,4

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

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours											
2012 T4	962,8	829,6	72,1	–	757,5	–	–	133,2	28,9	41,4	0,6
2013 T1	1 026,1	888,7	74,5	–	814,2	–	–	137,4	32,5	43,5	0,6
T2	1 018,5	880,2	86,8	–	793,4	–	–	138,3	31,4	46,0	0,6
T3 ^(p)	1 064,7	925,1	86,1	–	839,0	–	–	139,6	33,9	46,3	0,5
Transactions											
2013 T1	32,3	33,2	2,0	–	31,2	–	–	-0,9	2,1	0,9	0,0
T2	2,3	4,2	11,8	–	-7,6	–	–	-1,9	-0,8	-0,1	0,0
T3 ^(p)	32,8	31,1	-1,4	–	32,5	–	–	1,7	1,5	1,4	0,0

Source : BCE

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

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

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

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

1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Prêts titrisés						Titres autres que des actions	Autres actifs titrisés	Actions et autres titres de participation	Autres actifs	
			Total	Émis dans la zone euro				Émis hors de la zone euro					
				IFM	Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	Administrations publiques						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2012 T3	2 091,7	303,6	1 407,5	1 092,5	476,1	159,5	23,9	4,4	127,3	193,1	85,8	36,0	65,8
T4	2 057,2	285,8	1 388,2	1 070,4	469,8	164,3	24,7	4,0	124,9	195,6	87,9	35,7	63,9
2013 T1	2 027,2	291,9	1 357,0	1 040,5	462,7	164,1	24,7	4,0	123,7	193,7	86,6	35,8	62,1
T2	1 994,0	276,5	1 339,5	1 032,8	456,5	162,0	23,0	3,6	118,0	194,1	88,6	33,9	61,4
T3	1 954,6	269,0	1 318,7	1 023,3	449,7	157,5	18,8	3,5	115,6	180,8	87,5	34,3	64,3
Transactions													
2012 T3	-81,1	-3,6	-61,5	-63,7	-	4,5	0,5	0,0	-2,7	-14,5	0,8	-1,6	-0,7
T4	-37,5	-17,5	-17,7	-21,2	-	4,6	1,1	-0,4	-1,8	1,3	2,3	0,3	-6,3
2013 T1	-29,1	6,2	-30,5	-28,9	-	-0,3	0,2	0,0	-1,5	0,4	-1,2	0,0	-4,0
T2	-33,2	-15,1	-17,2	-7,8	-	-2,0	-1,6	-0,4	-5,5	1,0	2,6	-1,9	-2,6
T3	-40,7	-6,9	-20,3	-9,2	-	-4,6	-4,1	0,0	-2,5	-13,8	-0,8	0,5	0,5

2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de créance émis			Capital et réserves	Autres éléments de passif
			Total	≤ à 2 ans	> à 2 ans		
	1	2	3	4	5	6	7
Encours							
2012 T3	2 091,7	145,9	1 688,6	51,3	1 637,3	31,0	226,2
T4	2 057,2	140,4	1 664,1	52,1	1 612,1	30,6	222,0
2013 T1	2 027,2	141,5	1 627,7	54,2	1 573,5	30,7	227,3
T2	1 994,0	129,1	1 611,4	53,7	1 557,7	29,0	224,6
T3	1 954,6	124,2	1 576,3	53,7	1 522,6	28,2	225,9
Transactions							
2012 T3	-81,1	-5,5	-70,7	-2,5	-68,2	-1,4	-3,6
T4	-37,5	-5,2	-24,0	-0,1	-23,9	-0,5	-7,8
2013 T1	-29,1	1,9	-34,1	2,1	-36,2	-0,4	3,5
T2	-33,2	-12,2	-15,7	-0,5	-15,2	-1,6	-3,7
T3	-40,7	-4,1	-35,8	0,0	-35,8	-0,9	0,0

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

	Prêts titrisés consentis par les IFM de la zone euro						Titres autres que des actions						
	Total	Secteur emprunteur de la zone euro ²⁾					Secteur emprunteur hors zone euro	Total	Résidents de la zone euro			Non-résidents de la zone euro	
		Ménages	Sociétés non financières	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques			Total	IFM	Non IFM		
											Véhicules financiers <i>ad hoc</i>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2012 T3	1 092,5	788,3	237,1	17,1	0,2	5,5	31,8	193,1	111,1	34,6	76,5	29,5	82,0
T4	1 070,4	771,0	233,7	17,5	0,2	5,4	31,5	195,6	114,4	34,1	80,4	31,3	81,2
2013 T1	1 040,5	751,3	229,6	15,0	0,2	5,4	29,0	193,7	112,8	32,9	79,9	31,8	80,9
T2	1 032,8	759,3	224,2	15,1	0,2	5,1	29,1	194,1	115,3	34,8	80,5	31,9	78,8
T3	1 023,3	758,0	213,8	15,2	0,2	5,5	30,6	180,8	109,9	30,6	79,4	30,5	70,8
Transactions													
2012 T3	-63,7	-47,0	-12,3	-1,0	0,0	-0,8	-1,6	-14,5	-6,8	-4,3	-2,5	-0,9	-7,7
T4	-21,2	-17,7	-2,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	1,3	4,2	0,0	4,2	1,9	-2,9
2013 T1	-28,9	-20,8	-4,2	-2,3	0,0	0,0	-0,7	0,4	-0,7	-1,1	0,5	-0,5	1,1
T2	-7,8	7,8	-5,2	0,2	0,0	-0,3	-0,1	1,0	2,9	2,1	0,8	0,0	-1,8
T3	-9,2	-1,5	-9,4	0,2	0,0	0,5	1,1	-13,8	-5,6	-4,4	-1,2	-1,3	-8,2

Source : BCE

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

2) Hors titrisation des prêts inter-IFM

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

1. Actif

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

2. Portefeuilles de titres autres que des actions

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

3. Passif et valeur nette

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

Source : BCE



COMPTES DE LA ZONE EURO

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

Emplois	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T2 2013						
Compte extérieur						
Exportations de biens et services						643
<i>Solde des échanges extérieurs</i> ¹⁾						-73
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Taxes nettes de subventions sur les produits						
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 186	117	761	58	251	
Autres taxes nettes de subventions sur la production	40	9	24	4	4	
Consommation de capital fixe	382	101	217	11	51	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i> ¹⁾	540	278	227	34	0	
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						7
Rémunération des salariés						
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	892	31	462	324	76	126
Intérêts	328	29	53	170	76	45
Autres revenus de la propriété	564	2	408	154	0	81
<i>Revenu national net</i> ¹⁾	2 011	1 717	-5	60	240	
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	313	243	56	13	0	5
Cotisations sociales	447	447				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	476	1	17	36	421	1
Autres transferts courants	197	68	26	49	53	11
Primes nettes d'assurance-dommages	46	34	10	1	1	2
Indemnités d'assurance-dommages	47			47		1
Autres	103	34	16	1	52	8
<i>Revenu disponible net</i> ¹⁾	1 987	1 519	-72	61	479	
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 883	1 367			516	
Dépense de consommation individuelle	1 690	1 367			322	
Dépense de consommation collective	194				194	
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	15	0	1	14	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i> ¹⁾	104	167	-73	47	-36	-51
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	435	138	240	9	48	
Formation brute de capital fixe	440	139	244	8	48	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-5	-1	-4	0	0	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	0	-1	1	0	1	0
Transferts en capital	49	9	1	5	33	5
Impôts en capital	9	6	0	3		0
Autres transferts en capital	40	3	1	3	33	5
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i> ¹⁾	54	130	-82	60	-55	-54
Écart statistique	0	-35	35	0	0	0

Sources : BCE et Eurostat

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

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

Ressources	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Reste du monde
T2 2013						
Compte extérieur						
Importations de biens et services						570
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
Compte d'exploitation						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 148	505	1 230	107	306	
Taxes nettes de subventions sur les produits	243					
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	2 391					
Rémunération des salariés						
Autres taxes nettes de subventions sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
Compte d'affectation des revenus primaires						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	540	278	227	34	0	
Rémunération des salariés	1 190	1 190				3
Taxes nettes de subventions sur la production	282				282	1
Revenus de la propriété	892	280	229	350	34	126
Intérêts	322	52	34	227	9	52
Autres revenus de la propriété	571	228	195	123	25	74
<i>Revenu national net</i>						
Compte de distribution secondaire du revenu						
Revenu national net	2 011	1 717	-5	60	240	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	317				317	1
Cotisations sociales	446	1	18	50	376	2
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	474	474				3
Autres transferts courants	170	87	14	48	21	37
Primes nettes d'assurance-dommages	47			47		1
Indemnités d'assurance-dommages	46	36	9	1	0	2
Autres	78	52	6	0	20	33
<i>Revenu disponible net</i>						
Compte d'utilisation du revenu						
Revenu disponible net	1 987	1 519	-72	61	479	
Dépense de consommation finale						
Dépense de consommation individuelle						
Dépense de consommation collective						
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	15	15				0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i>						
Compte de capital						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	104	167	-73	47	-36	-51
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	382	101	217	11	51	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	51	8	16	15	12	3
Impôts en capital	9				9	0
Autres transferts en capital	43	8	16	15	4	3
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>						
Écart statistique						

Sources : BCE et Eurostat

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

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

(montants en milliards d'euros)

Actifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
T2 2013								
Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers								
Total des actifs financiers		19 906	17 579	34 093	17 536	7 585	4 418	18 434
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)				485				
Numéraire et dépôts	7 082	2 034	10 398	2 403	813	771	3 315	
Titres de créance à court terme	41	67	558	416	67	37	660	
Titres de créance à long terme	1 226	245	6 645	3 037	3 029	436	4 229	
Crédits	84	3 077	13 225	4 280	489	828	2 476	
<i>dont à long terme</i>	63	1 884	10 273	3 076	363	730	.	
Actions et autres participations	4 615	8 326	1 885	7 001	2 786	1 543	6 897	
Actions cotées	786	1 137	390	2 317	412	207	.	
Actions non cotées et autres participations	2 411	6 812	1 199	3 522	434	1 155	.	
Titres d'OPCVM	1 418	377	295	1 162	1 940	180	.	
Provisions techniques d'assurance	6 338	184	3	0	244	4	259	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	521	3 647	895	398	157	799	599	
<i>Valeur financière nette</i>								
Compte financier, transactions sur actifs financiers								
Total des transactions sur actifs financiers		95	-37	-414	190	25	117	-25
Or monétaire et DTS				0				0
Numéraire et dépôts	60	4	-284	-1	-16	80	-92	
Titres de créance à court terme	-5	-6	-49	23	-11	-5	3	
Titres de créance à long terme	-15	-5	69	34	35	6	6	
Crédits	0	-10	-77	73	-2	57	43	
<i>dont à long terme</i>	1	-2	-47	41	1	44	.	
Actions et autres participations	25	-19	-6	35	11	-5	44	
Actions cotées	9	11	0	12	-4	15	.	
Actions non cotées et autres participations	-1	-15	14	27	3	-21	.	
Titres d'OPCVM	16	-15	-20	-5	13	1	.	
Provisions techniques d'assurance	31	-1	0	0	1	0	2	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	0	1	-66	27	7	-17	-31	
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>								
Compte des autres changements, actifs financiers								
Total des autres changements sur actifs financiers		-93	-158	-293	-221	-74	-27	-159
Or monétaire et DTS				-118				
Numéraire et dépôts	-2	-2	-48	19	0	0	-31	
Titres de créance à court terme	0	0	-2	2	0	0	-9	
Titres de créance à long terme	0	0	-84	-60	-35	-3	-41	
Crédits	0	-7	-31	-39	0	0	-19	
<i>dont à long terme</i>	0	-3	-29	-37	0	0	.	
Actions et autres participations	-58	-132	-16	-129	-37	-24	-72	
Actions cotées	-20	-22	-11	-77	0	6	.	
Actions non cotées et autres participations	-24	-107	-3	-45	-3	-28	.	
Titres d'OPCVM	-14	-3	-2	-7	-33	-2	.	
Provisions techniques d'assurance	-34	-1	0	0	-2	0	0	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	0	-17	5	-13	0	0	12	
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>								
Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers								
Total des actifs financiers		19 908	17 385	33 387	17 505	7 536	4 508	18 250
Or monétaire et DTS				367				
Numéraire et dépôts	7 140	2 036	10 066	2 421	797	851	3 192	
Titres de créance à court terme	35	60	507	441	56	32	655	
Titres de créance à long terme	1 211	240	6 630	3 011	3 029	439	4 194	
Crédits	84	3 060	13 117	4 315	486	886	2 500	
<i>dont à long terme</i>	63	1 880	10 196	3 081	364	773	.	
Actions et autres participations	4 582	8 175	1 862	6 906	2 761	1 514	6 868	
Actions cotées	776	1 126	378	2 251	408	228	.	
Actions non cotées et autres participations	2 386	6 690	1 210	3 504	433	1 106	.	
Titres d'OPCVM	1 420	359	273	1 150	1 919	179	.	
Provisions techniques d'assurance	6 336	183	3	0	243	4	261	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	521	3 631	834	412	164	782	580	
<i>Valeur financière nette</i>								

Source : BCE

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

Passifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
T2 2013								
Compte de patrimoine d'ouverture, passifs								
Total des éléments de passif		6 854	27 169	32 916	17 117	7 574	10 722	16 716
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)								
Numéraire et dépôts			33	23 837	33	0	271	2 643
Titres de créance à court terme			92	632	147	3	691	281
Titres de créance à long terme			979	4 591	3 088	53	6 863	3 273
Crédits		6 160	8 388		4 000	303	2 247	3 361
<i>dont à long terme</i>		5 816	6 122		2 275	110	1 959	.
Actions et autres participations		8	13 785	2 621	9 661	489	4	6 484
Actions cotées			3 891	379	247	136	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	9 894	1 330	2 673	352	4	.
Titres d'OPCVM				912	6 741			.
Provisions techniques d'assurance		36	350	64	1	6 580	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		650	3 542	1 171	187	146	646	674
<i>Valeur financière nette</i> ¹⁾	-1 233	13 053	-9 589	1 177	419	11	-6 304	
Compte financier, transactions sur passifs								
Total des transactions sur passifs		0	10	-459	178	24	172	29
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	-246	0	0	6	-11
Titres de créance à court terme			-1	-26	-3	0	-15	-7
Titres de créance à long terme			14	-98	47	-2	151	16
Crédits		3	-18		54	-1	33	15
<i>dont à long terme</i>		-2	1		35	-1	41	.
Actions et autres participations		0	34	-37	67	0	0	20
Actions cotées			15	38	0	0	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	19	-31	-20	0	0	.
Titres d'OPCVM				-44	87			.
Provisions techniques d'assurance		0	1	2	0	32	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		-3	-20	-55	13	-4	-4	-5
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i> ¹⁾	54	96	-47	46	12	1	-55	-54
Compte des autres changements, passifs								
Total des autres changements sur passifs		-9	-224	-186	-172	-10	-36	-270
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	-62	2	0	0	-3
Titres de créance à court terme			0	-4	-2	0	0	-3
Titres de créance à long terme			-17	-50	-8	-1	-43	-103
Crédits		-6	-23		-17	0	-1	-48
<i>dont à long terme</i>		-7	-17		-16	0	-1	.
Actions et autres participations		0	-159	-74	-128	7	0	-115
Actions cotées			-52	-9	13	4	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	-107	-52	22	3	0	.
Titres d'OPCVM				-12	-164			.
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	-37	0	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		-4	-24	4	-19	20	8	2
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i> ¹⁾	-229	-84	66	-107	-49	-64	9	111
Compte de patrimoine de clôture, passifs								
Total des passifs		6 844	26 955	32 270	17 122	7 587	10 858	16 474
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			33	23 529	35	0	276	2 629
Titres de créance à court terme			92	602	142	2	676	272
Titres de créance à long terme			976	4 443	3 127	50	6 971	3 187
Crédits		6 157	8 347		4 036	302	2 280	3 327
<i>dont à long terme</i>		5 807	6 105		2 294	109	1 999	.
Actions et autres participations		8	13 659	2 510	9 600	497	4	6 389
Actions cotées			3 854	408	261	140	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	9 806	1 247	2 675	355	4	.
Titres d'OPCVM				856	6 665			.
Provisions techniques d'assurance		36	351	66	1	6 575	1	.
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		643	3 497	1 120	182	162	649	671
<i>Valeur financière nette</i> ¹⁾	-1 408	13 064	-9 570	1 116	383	-51	-6 350	

Source : BCE

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

3.2 Comptes non financiers de la zone euro

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

Emplois	2009	2010	2011	T3 2011- T2 2012	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013
Compte d'exploitation								
Valeur ajoutée brute (prix de base)								
Taxes nettes de subventions sur les produits								
Produit intérieur brut (prix de marché)								
Rémunération des salariés	4 448	4 509	4 621	4 651	4 665	4 671	4 677	4 683
Autres taxes nettes de subventions sur la production	85	81	95	111	116	124	124	125
Consommation de capital fixe	1 387	1 417	1 458	1 478	1 487	1 496	1 504	1 512
Excédent net d'exploitation et revenu mixte ¹⁾	2 098	2 198	2 257	2 232	2 211	2 190	2 177	2 183
Compte d'affectation des revenus primaires								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte								
Rémunération des salariés								
Taxes nettes de subventions sur la production								
Revenus de la propriété	2 970	2 813	3 015	2 990	2 951	2 878	2 824	2 778
Intérêts	1 594	1 382	1 540	1 536	1 505	1 454	1 402	1 358
Autres revenus de la propriété	1 375	1 430	1 475	1 454	1 445	1 424	1 423	1 420
Revenu national net ¹⁾	7 540	7 759	7 978	8 008	8 015	8 030	8 027	8 039
Compte de distribution secondaire du revenu								
Revenu national net								
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 029	1 057	1 115	1 141	1 154	1 172	1 177	1 194
Cotisations sociales	1 677	1 703	1 751	1 770	1 776	1 787	1 794	1 801
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 769	1 814	1 840	1 861	1 873	1 883	1 895	1 906
Autres transferts courants	770	773	779	787	789	787	790	794
Primes nettes d'assurance-dommages	179	179	181	183	184	184	183	184
Indemnités d'assurance-dommages	181	181	183	186	186	186	186	186
Autres	410	413	415	418	418	418	421	425
Revenu disponible net ¹⁾	7 432	7 649	7 870	7 897	7 904	7 920	7 914	7 923
Compte d'utilisation du revenu								
Revenu disponible net								
Dépense de consommation finale	7 152	7 315	7 476	7 511	7 516	7 520	7 520	7 534
Dépense de consommation individuelle	6 383	6 542	6 700	6 734	6 740	6 746	6 744	6 756
Dépense de consommation collective	769	773	776	776	777	774	776	778
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	56	58	60	58	58	57	58
Épargne nette ¹⁾	280	334	394	386	387	401	394	389
Compte de capital								
Épargne nette								
Formation brute de capital	1 702	1 778	1 871	1 824	1 794	1 776	1 743	1 727
Formation brute de capital fixe	1 752	1 760	1 816	1 799	1 784	1 768	1 738	1 724
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-50	18	55	24	10	9	4	3
Consommation de capital fixe								
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	1	1	0	10	10	9	3	1
Transferts en capital	183	221	174	176	182	193	200	210
Impôts en capital	34	25	31	29	29	26	26	29
Autres transferts en capital	149	196	142	147	153	168	174	181
Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital) ¹⁾	-27	-19	-12	38	79	122	164	186

Sources : BCE et Eurostat

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

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

Ressources	2009	2010	2011	T3 2011- T2 2012	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013
Compte d'exploitation								
Valeur ajoutée brute (prix de base)	8 018	8 206	8 431	8 471	8 478	8 481	8 482	8 503
Taxes nettes de subventions sur les produits	894	942	973	974	974	977	972	977
Produit intérieur brut (prix de marché) ²⁾	8 913	9 148	9 405	9 445	9 452	9 458	9 454	9 480
Rémunération des salariés								
Autres taxes nettes de subventions sur la production								
Consommation de capital fixe								
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>								
Compte d'affectation des revenus primaires								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	2 098	2 198	2 257	2 232	2 211	2 190	2 177	2 183
Rémunération des salariés	4 458	4 520	4 633	4 664	4 678	4 684	4 691	4 697
Taxes nettes de subventions sur la production	996	1 037	1 079	1 094	1 100	1 112	1 108	1 113
Revenus de la propriété	2 957	2 816	3 024	3 009	2 977	2 921	2 875	2 823
Intérêts	1 554	1 333	1 486	1 489	1 465	1 422	1 373	1 329
Autres revenus de la propriété	1 403	1 483	1 538	1 520	1 512	1 499	1 502	1 494
<i>Revenu national net</i>								
Compte de distribution secondaire du revenu								
Revenu national net	7 540	7 759	7 978	8 008	8 015	8 030	8 027	8 039
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 034	1 060	1 121	1 146	1 160	1 178	1 182	1 200
Cotisations sociales	1 675	1 703	1 752	1 769	1 775	1 784	1 792	1 798
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 762	1 807	1 834	1 855	1 867	1 877	1 889	1 900
Autres transferts courants	665	665	672	677	680	681	681	681
Primes nettes d'assurance-dommages	181	181	183	186	186	186	186	186
Indemnités d'assurance-dommages	177	175	176	178	179	178	178	179
Autres	308	309	313	313	315	316	317	317
<i>Revenu disponible net</i>								
Compte d'utilisation du revenu								
Revenu disponible net	7 432	7 649	7 870	7 897	7 904	7 920	7 914	7 923
Dépense de consommation finale								
Dépense de consommation individuelle								
Dépense de consommation collective								
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	56	58	60	58	58	57	58
<i>Épargne nette</i>								
Compte de capital								
Épargne nette	280	334	394	386	387	401	394	389
Formation brute de capital								
Formation brute de capital fixe								
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur								
Consommation de capital fixe	1 387	1 417	1 458	1 478	1 487	1 496	1 504	1 512
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits								
Transferts en capital	192	230	180	184	191	205	212	222
Impôts en capital	34	25	31	29	29	26	26	29
Autres transferts en capital	158	205	149	155	162	179	185	193
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>								

Sources : BCE et Eurostat

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

3.3 Ménages

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

	2009	2010	2011	T3 2011- T2 2012	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013
Revenus, épargne et variations de la valeur nette								
Rémunération des salariés (+)	4 458	4 520	4 633	4 664	4 678	4 684	4 691	4 697
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 439	1 448	1 490	1 494	1 495	1 496	1 499	1 504
Intérêts à recevoir (+)	233	201	227	230	228	222	216	212
Intérêts à payer (-)	148	124	146	143	138	131	125	120
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	729	721	749	754	748	744	737	732
Autres revenus de la propriété à payer (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	843	850	884	907	920	934	941	951
Cotisations sociales nettes (-)	1 672	1 698	1 746	1 765	1 772	1 782	1 789	1 796
Prestations sociales nettes (+)	1 757	1 802	1 829	1 850	1 862	1 872	1 883	1 895
Transferts courants nets à recevoir (+)	72	71	71	70	69	71	73	74
= Revenu disponible brut	6 016	6 081	6 212	6 235	6 239	6 232	6 234	6 237
Dépense de consommation finale (-)	5 157	5 291	5 440	5 467	5 469	5 474	5 469	5 476
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	60	56	58	59	57	57	57	57
= Épargne brute	920	845	830	827	828	815	822	818
Consommation de capital fixe (-)	379	386	393	397	399	401	402	403
Transferts en capital nets à recevoir (+)	9	13	2	2	0	1	0	0
Autres variations de la valeur nette (+)	-364	536	-235	-576	-469	-147	-603	-446
= Variations de la valeur nette	185	1 008	204	-144	-40	269	-184	-32
Investissement, financement et variations de la valeur nette								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	555	558	572	566	561	555	548	543
Consommation de capital fixe (-)	379	386	393	397	399	401	402	403
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	2	40	124	161	172	191	172	166
Numéraire et dépôts	121	118	117	164	175	224	225	215
Titres d'OPCVM monétaires	-45	-59	-23	-19	-28	-31	-39	-30
Titres de créance ¹⁾	-75	-19	29	17	25	-2	-15	-18
Actifs à long terme	478	420	236	225	189	142	143	133
Dépôts	82	59	55	45	30	13	7	4
Titres de créance	-1	2	71	12	-2	-91	-125	-119
Actions et autres participations	167	112	-5	65	54	92	114	96
Actions cotées, non cotées et autres participations	119	104	44	95	62	55	42	18
Titres d'OPCVM	48	8	-50	-30	-8	37	72	78
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	230	248	115	103	107	129	147	152
Principales rubriques du financement (-)								
Crédits	106	114	88	40	19	14	1	-12
dont auprès des IFM de la zone euro	64	146	81	13	1	25	21	0
Autres variations des actifs (+)								
Actifs non financiers	-628	442	134	-389	-1 024	-791	-1 089	-984
Actifs financiers	197	140	-410	-235	504	592	420	481
Actions et autres participations	83	49	-323	-281	315	353	295	349
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	191	120	15	91	181	179	159	120
Flux nets résiduels (+)	67	-93	29	-34	-22	-6	26	21
= Variations de la valeur nette	185	1 008	204	-144	-40	269	-184	-32
Bilan								
Actifs non financiers (+)	29 686	30 300	30 612	30 436	30 153	29 975	29 514	29 591
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	5 766	5 808	5 946	6 023	6 032	6 117	6 132	6 173
Numéraire et dépôts	5 474	5 596	5 727	5 821	5 837	5 948	5 979	6 029
Titres d'OPCVM monétaires	242	184	166	148	136	121	112	109
Titres de créance ¹⁾	50	28	53	54	58	49	41	35
Actifs à long terme	11 576	12 114	11 937	12 189	12 437	12 690	12 852	12 811
Dépôts	985	1 043	1 082	1 104	1 100	1 097	1 102	1 111
Titres de créance	1 390	1 342	1 329	1 323	1 318	1 300	1 226	1 211
Actions et autres participations	4 080	4 240	3 906	4 018	4 180	4 365	4 503	4 473
Actions cotées et non cotées et autres participations	2 954	3 036	2 813	2 868	2 979	3 118	3 197	3 162
Titres d'OPCVM	1 126	1 204	1 093	1 150	1 200	1 247	1 306	1 311
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	5 121	5 489	5 619	5 745	5 840	5 927	6 021	6 017
Actifs nets résiduels (+)	277	264	254	232	257	225	228	237
Engagements (-)								
Crédits	5 961	6 136	6 195	6 193	6 183	6 185	6 160	6 157
dont auprès des IFM de la zone euro	4 998	5 242	5 281	5 294	5 283	5 290	5 278	5 280
= Valeur nette	41 343	42 350	42 554	42 686	42 696	42 823	42 567	42 655

Sources : BCE et Eurostat

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

3.4 Sociétés non financières

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

	2009	2010	2011	T3 2011- T2 2012	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013
Revenus et épargne								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 518	4 657	4 820	4 845	4 848	4 848	4 843	4 856
Rémunération des salariés (-)	2 787	2 831	2 929	2 957	2 968	2 976	2 979	2 983
Autres taxes nettes de subventions sur la production (-)	40	32	41	46	48	50	50	52
= Excédent brut d'exploitation (+)	1 690	1 794	1 850	1 842	1 832	1 821	1 814	1 821
Consommation de capital fixe (-)	782	798	825	838	844	849	855	860
= Excédent net d'exploitation (+)	909	996	1 025	1 004	988	972	960	961
Revenus de la propriété à recevoir (+)	534	559	569	568	572	562	560	548
Intérêts à recevoir	171	158	165	161	157	150	144	138
Autres revenus de la propriété à recevoir	362	400	404	407	416	412	417	410
Intérêts et loyers à payer (-)	297	258	287	286	280	270	259	250
= Revenu d'entreprise net (+)	1 146	1 296	1 307	1 286	1 281	1 264	1 261	1 260
Revenus distribués (-)	932	930	981	979	973	956	948	944
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	151	169	192	196	196	201	198	203
Cotisations sociales à recevoir (+)	71	69	73	74	74	74	74	74
Prestations sociales à payer (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Autres transferts nets (-)	48	45	48	48	49	49	48	49
= Épargne nette	17	152	90	67	67	62	71	68
Investissement, financement et épargne								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	65	147	209	179	152	132	99	85
Formation brute de capital fixe (+)	898	927	981	980	973	966	946	939
Consommation de capital fixe (-)	782	798	825	838	844	849	855	860
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	-52	19	53	36	23	16	7	6
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	95	35	-27	2	27	61	48	44
Numéraire et dépôts	88	67	7	16	39	77	85	89
Titres d'OPCVM monétaires	39	-32	-46	-29	-17	-9	-8	-17
Titres de créance ¹⁾	-31	0	12	15	6	-6	-29	-28
Actifs à long terme	146	422	481	363	297	183	168	69
Dépôts	0	20	69	55	13	9	-20	-15
Titres de créance	22	8	-23	-14	-11	-4	-2	-7
Actions et autres participations	100	247	287	198	179	112	155	106
Autres (principalement les prêts intragroupes)	24	147	148	124	117	66	34	-16
Actifs nets résiduels (+)	64	16	-22	-32	6	42	65	111
Principales rubriques du financement (-)								
Endettement	25	172	261	169	178	117	90	34
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	-109	-18	85	-41	-87	-134	-122	-150
<i>dont titres de créance</i>	90	66	49	93	109	119	105	92
Actions et autres participations	243	230	224	211	170	170	143	133
Actions cotées	59	31	27	15	16	26	11	21
Actions non cotées et autres participations	184	199	197	196	154	143	132	112
Transferts en capital nets à recevoir (-)	82	64	67	64	65	65	70	69
= Épargne nette	17	152	90	67	67	62	71	68
Compte de patrimoine financier								
Actifs financiers								
Actifs à court terme	1 932	1 957	1 932	1 919	1 931	1 989	1 955	1 946
Numéraire et dépôts	1 632	1 695	1 706	1 697	1 717	1 780	1 764	1 774
Titres d'OPCVM monétaires	213	182	134	131	128	128	125	111
Titres de créance ¹⁾	86	81	92	90	86	81	67	60
Actifs à long terme	10 274	10 759	10 763	11 069	11 385	11 523	11 793	11 626
Dépôts	185	196	235	282	278	284	270	261
Titres de créance	226	242	229	233	248	244	245	240
Actions et autres participations	7 140	7 451	7 253	7 451	7 732	7 905	8 201	8 064
Autres (principalement les prêts intragroupes)	2 723	2 869	3 046	3 103	3 126	3 090	3 077	3 060
Actifs nets résiduels	371	242	301	238	262	258	322	349
Passifs								
Endettement	9 291	9 592	9 744	9 862	9 908	9 843	9 809	9 766
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	4 729	4 702	4 717	4 689	4 631	4 503	4 477	4 439
<i>dont titres de créance</i>	814	882	886	971	1 028	1 051	1 071	1 068
Actions et autres participations	12 460	13 007	12 313	12 482	12 951	13 372	13 785	13 659
Actions cotées	3 503	3 799	3 281	3 331	3 550	3 747	3 891	3 854
Actions non cotées et autres participations	8 957	9 208	9 032	9 151	9 401	9 625	9 894	9 806

Sources : BCE et Eurostat

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

3.5 Sociétés d'assurance et fonds de pension

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

	2009	2010	2011	T3 2011- T2 2012	T4 2011- T3 2012	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013
Compte financier, opérations financières								
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	-42	-6	54	72	51	43	19	-19
Numéraire et dépôts	-33	-9	14	15	3	16	12	8
Titres d'OPCVM monétaires	5	-8	16	44	36	32	10	-12
Titres de créance ¹⁾	-14	11	24	13	12	-5	-2	-14
Actifs à long terme	293	287	134	93	111	184	176	212
Dépôts	15	-4	9	-6	-16	-17	-19	-16
Titres de créance	104	183	44	42	79	137	95	113
Crédits	8	32	12	3	15	8	13	12
Actions cotées	-50	-1	-12	-14	-17	-5	2	-2
Actions non cotées et autres participations	-15	11	13	11	1	-1	-1	-1
Titres d'OPCVM	230	68	67	57	49	63	86	106
Actifs nets résiduels (+)	18	8	-36	-7	-5	-41	-22	-24
Principales rubriques du financement (-)								
Titres de créance	5	1	3	1	3	7	6	4
Crédits	-4	7	11	7	9	-15	0	-7
Actions et autres participations	5	7	4	4	3	1	2	2
Provisions techniques d'assurance	246	280	115	112	125	149	167	171
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	240	261	110	104	116	136	155	160
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	6	19	5	9	8	13	12	11
= Variations de la valeur financière nette résultant des transactions	16	-4	18	34	17	45	-2	0
Compte des autres changements								
Autres variations des actifs financiers (+)								
Actions et autres participations	200	117	-105	-10	218	197	148	134
Autres actifs nets	34	0	22	117	160	231	128	81
Autres variations des passifs (-)								
Actions et autres participations	13	-1	-47	-38	39	70	52	79
Provisions techniques d'assurance	169	136	16	99	190	188	163	122
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	197	125	19	94	187	186	161	120
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	-28	11	-3	5	2	2	2	1
= Autres variations résultant de la valeur financière nette	52	-19	-52	45	149	170	61	14
Compte de patrimoine financier								
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	331	329	371	388	400	406	411	364
Numéraire et dépôts	195	190	193	195	200	209	219	201
Titres d'OPCVM monétaires	95	88	102	124	123	125	126	107
Titres de créance ¹⁾	41	51	76	70	77	72	67	56
Actifs à long terme	5 651	6 041	6 045	6 324	6 543	6 637	6 772	6 765
Dépôts	613	607	611	608	604	594	594	596
Titres de créance	2 467	2 638	2 660	2 827	2 939	2 998	3 029	3 029
Crédits	434	467	479	477	487	488	489	486
Actions cotées	397	421	375	373	388	403	412	408
Actions non cotées et autres participations	414	417	422	439	440	432	434	433
Titres d'OPCVM	1 327	1 492	1 498	1 601	1 684	1 723	1 815	1 813
Actifs nets résiduels (+)	227	250	271	277	273	260	255	245
Passifs (-)								
Titres de créance	42	43	46	48	50	55	56	52
Crédits	284	296	304	309	319	288	303	302
Actions et autres participations	441	447	404	416	446	475	489	497
Provisions techniques d'assurance	5 582	5 998	6 130	6 282	6 380	6 466	6 580	6 575
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	4 798	5 184	5 314	5 446	5 546	5 636	5 732	5 726
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	784	814	816	836	834	830	847	848
= Valeur financière nette	-140	-164	-197	-66	21	19	11	-51

Source : BCE

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

MARCHÉS FINANCIERS

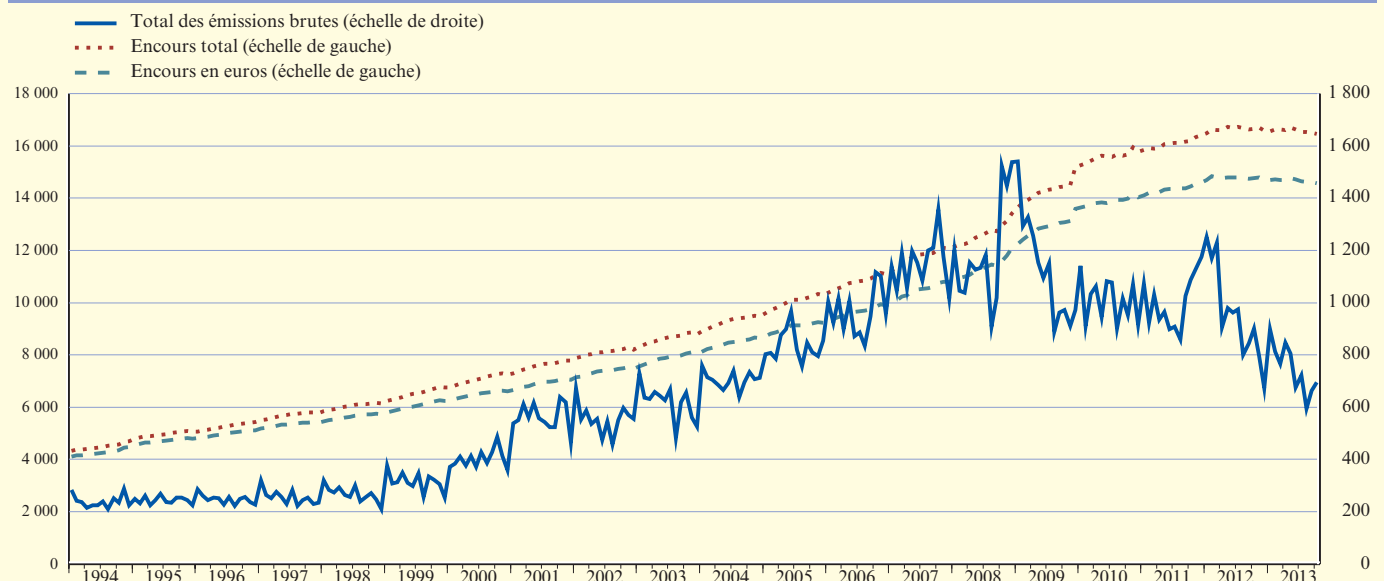
4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises

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

	Total en euros ¹⁾			Par les résidents de la zone euro								Données cvs ²⁾	
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			Toutes devises confondues						
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Taux de croissance annuels	Émissions nettes	Taux de croissance semestriels	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total													
2012	17 052,5	817,7	-1,1	14 762,8	778,6	8,9	16 651,5	901,8	29,1	3,1	13,7	1,0	
Octobre	17 052,5	817,7	-1,1	14 762,8	778,6	8,9	16 651,5	901,8	29,1	3,1	13,7	1,0	
Novembre	17 083,1	720,1	27,2	14 793,1	680,5	27,0	16 698,3	795,4	46,9	2,7	-17,4	1,0	
Décembre	17 000,2	631,6	-117,1	14 707,1	591,9	-120,2	16 581,1	673,7	-137,1	1,6	-34,7	0,2	
2013	16 994,4	816,6	-5,2	14 706,7	768,4	0,1	16 560,6	898,3	9,5	1,1	-13,4	-0,4	
Janvier	16 994,4	816,6	-5,2	14 706,7	768,4	0,1	16 560,6	898,3	9,5	1,1	-13,4	-0,4	
Février	17 003,7	706,4	-5,3	14 725,4	666,1	3,8	16 632,2	812,1	38,7	0,4	-20,8	-0,6	
Mars	16 932,9	683,9	-68,4	14 700,8	634,8	-22,1	16 629,3	767,0	-17,9	-0,2	-14,4	-1,0	
Avril	16 926,5	756,9	-6,7	14 688,3	708,3	-12,6	16 608,2	846,4	-5,8	-0,2	-11,6	-1,3	
Mai	16 997,5	710,8	72,2	14 765,3	665,4	78,2	16 701,3	804,4	97,3	0,0	18,1	-0,9	
Juin	16 934,7	601,4	-62,5	14 713,6	558,9	-51,3	16 634,2	675,9	-61,4	-0,2	-23,0	-0,8	
Juillet	16 868,1	636,9	-66,3	14 641,5	588,2	-71,5	16 544,1	722,8	-78,7	-0,9	-56,0	-1,3	
Août	16 843,2	515,3	-25,0	14 615,0	481,7	-26,8	16 527,8	593,7	-19,2	-0,7	16,2	-0,8	
Septembre	16 856,9	603,8	14,2	14 610,7	553,4	-3,9	16 516,5	662,9	-4,3	-0,6	42,0	-0,2	
Octobre	.	.	.	14 583,2	560,2	-18,6	16 467,9	695,2	-28,5	-1,0	-44,4	-0,6	
Long terme													
2012	15 649,5	237,0	27,2	13 445,7	212,3	23,6	15 102,8	249,6	39,0	3,8	29,0	2,3	
Octobre	15 649,5	237,0	27,2	13 445,7	212,3	23,6	15 102,8	249,6	39,0	3,8	29,0	2,3	
Novembre	15 702,9	219,1	52,7	13 491,5	194,3	45,0	15 159,2	222,5	59,0	3,5	1,8	2,4	
Décembre	15 660,4	197,3	-64,4	13 447,0	173,3	-66,5	15 090,2	193,3	-78,0	2,5	-22,1	1,6	
2013	15 659,4	257,2	-0,7	13 447,0	227,0	0,4	15 060,2	259,9	-3,1	2,2	5,8	1,3	
Janvier	15 659,4	257,2	-0,7	13 447,0	227,0	0,4	15 060,2	259,9	-3,1	2,2	5,8	1,3	
Février	15 661,6	229,9	-7,5	13 454,9	204,5	-2,0	15 109,8	244,5	23,5	1,3	-32,8	0,6	
Mars	15 603,5	246,6	-55,3	13 451,9	216,4	-0,2	15 124,9	249,9	2,8	0,9	8,3	-0,1	
Avril	15 600,7	247,5	-3,0	13 438,0	217,0	-14,0	15 109,5	248,7	-1,7	0,8	-8,5	-0,6	
Mai	15 670,1	254,1	70,6	13 513,7	222,9	76,9	15 196,0	260,4	90,8	1,0	23,0	-0,3	
Juin	15 648,9	208,0	-20,6	13 506,7	181,4	-6,3	15 174,1	201,1	-17,0	0,7	-9,9	-0,2	
Juillet	15 577,2	204,3	-71,8	13 422,4	172,8	-84,0	15 072,1	194,8	-92,9	0,1	-53,5	-1,0	
Août	15 570,0	117,0	-7,4	13 411,7	97,4	-10,9	15 068,2	112,4	-7,7	0,2	35,1	-0,1	
Septembre	15 591,9	222,4	22,4	13 422,4	189,6	11,1	15 078,2	214,2	18,7	0,2	59,4	0,6	
Octobre	.	.	.	13 418,1	193,8	3,6	15 060,8	224,8	0,4	0,0	-11,3	0,6	

G15 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro

(montants en milliards d'euros)



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

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

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

1. Encours et émissions brutes

	Encours						Émissions brutes ¹⁾					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2011	16 415	5 516	3 176	882	6 217	625	1 001	609	99	62	191	39
2012	16 581	5 399	3 228	1 001	6 268	684	957	589	82	67	187	32
2012 T4	16 581	5 399	3 228	1 001	6 268	684	790	463	74	64	164	25
2013 T1	16 629	5 260	3 225	1 030	6 425	690	826	439	81	61	212	32
T2	16 634	5 121	3 238	1 037	6 559	678	776	408	65	67	202	34
T3	16 516	5 002	3 227	1 066	6 550	671	660	350	51	62	171	25
2013 Juillet	16 544	5 067	3 237	1 044	6 527	669	723	392	59	67	178	27
Août	16 528	5 043	3 224	1 053	6 532	675	594	343	41	45	144	20
Septembre	16 516	5 002	3 227	1 066	6 550	671	663	316	54	73	191	29
Octobre	16 468	4 974	3 205	1 069	6 551	670	695	349	56	74	192	25
	Court terme											
2011	1 595	702	103	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2012	1 491	601	136	81	608	64	703	490	37	52	104	21
2012 T4	1 491	601	136	81	608	64	569	392	27	46	88	16
2013 T1	1 504	582	139	90	624	68	574	361	31	47	112	23
T2	1 460	558	135	88	624	54	539	337	26	51	102	23
T3	1 438	539	133	89	630	47	486	294	25	45	104	18
2013 Juillet	1 472	562	136	91	633	50	528	331	23	48	106	20
Août	1 460	553	135	90	629	52	481	301	27	35	104	15
Septembre	1 438	539	133	89	630	47	449	251	25	52	104	18
Octobre	1 407	524	122	89	626	47	470	272	19	50	111	18
	Long terme ²⁾											
2011	14 820	4 814	3 073	803	5 583	548	253	98	51	9	84	10
2012	15 090	4 798	3 091	920	5 660	621	254	99	45	16	83	12
2012 T4	15 090	4 798	3 091	920	5 660	621	222	70	47	18	77	9
2013 T1	15 125	4 678	3 085	940	5 801	621	251	78	50	14	100	9
T2	15 174	4 564	3 103	949	5 934	624	237	70	40	16	101	10
T3	15 078	4 463	3 094	977	5 920	624	174	56	26	17	67	8
2013 Juillet	15 072	4 505	3 102	952	5 893	619	195	61	36	19	72	7
Août	15 068	4 490	3 089	963	5 903	623	112	42	14	10	40	6
Septembre	15 078	4 463	3 094	977	5 920	624	214	65	30	21	88	11
Octobre	15 061	4 450	3 083	980	5 925	623	225	77	37	23	81	7
	<i>dont : long terme à taux fixe</i>											
2011	9 981	2 755	1 118	705	4 994	408	151	54	12	8	70	7
2012	10 520	2 809	1 295	821	5 151	444	165	54	18	15	71	7
2012 T4	10 520	2 809	1 295	821	5 151	444	142	35	21	17	64	6
2013 T1	10 656	2 763	1 346	839	5 257	450	165	41	25	12	80	7
T2	10 768	2 716	1 390	847	5 360	455	155	34	21	13	79	8
T3	10 755	2 668	1 414	871	5 350	454	123	32	14	14	58	5
2013 Juillet	10 706	2 680	1 402	849	5 325	451	132	29	17	16	65	5
Août	10 724	2 678	1 404	857	5 332	453	77	23	7	8	36	3
Septembre	10 755	2 668	1 414	871	5 350	454	161	43	18	18	74	8
Octobre	10 761	2 660	1 413	883	5 351	454	165	47	18	22	73	6
	<i>dont : long terme à taux variable</i>											
2011	4 341	1 789	1 806	94	513	139	85	37	32	1	11	3
2012	4 143	1 735	1 701	95	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 T4	4 143	1 735	1 701	95	437	175	70	30	25	1	10	4
2013 T1	4 023	1 662	1 640	97	453	170	69	30	22	1	13	3
T2	3 971	1 608	1 612	99	483	169	68	31	16	2	17	2
T3	3 908	1 582	1 578	103	475	169	40	20	11	3	4	2
2013 Juillet	3 933	1 596	1 598	101	471	168	52	28	16	4	3	2
Août	3 919	1 593	1 583	102	471	169	27	15	5	2	1	3
Septembre	3 908	1 582	1 578	103	475	169	42	18	11	3	8	3
Octobre	3 882	1 577	1 566	93	478	168	49	25	18	1	4	1

Source : BCE

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

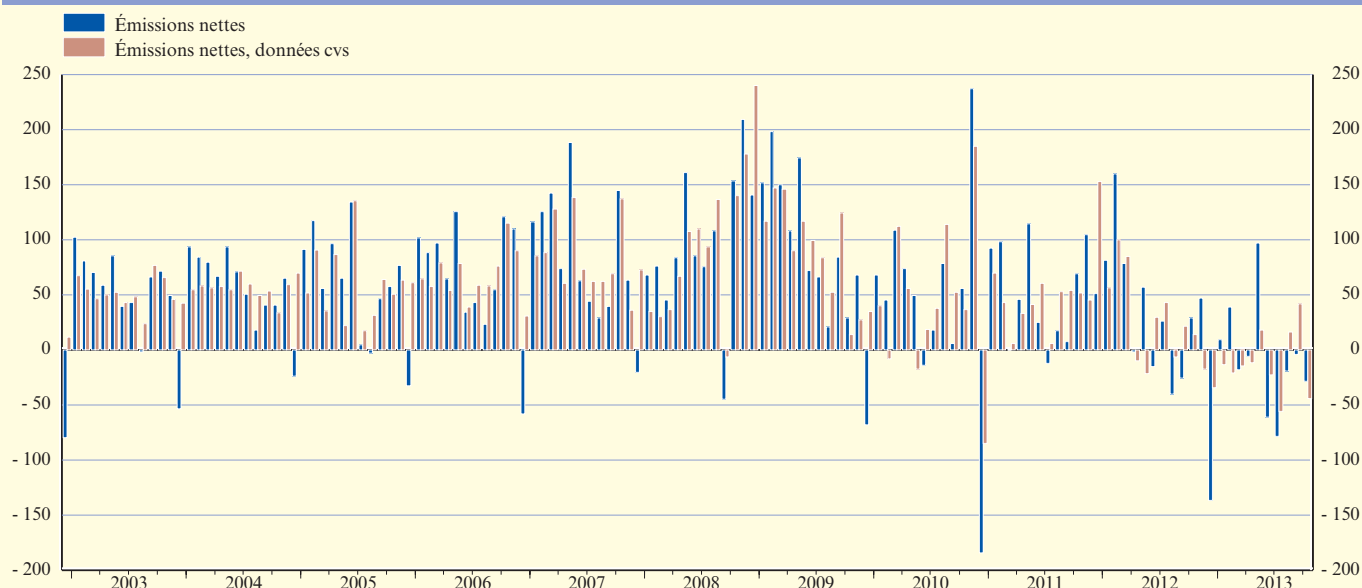
2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et celui des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable correspond aux obligations zéro coupon et aux effets de valorisation.

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

2. Émissions nettes

	Données brutes ¹⁾						Données cvs ¹⁾					
	Total	IFM (Eurosysteme inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosysteme inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2011	51,1	22,1	-3,4	3,7	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	21,5	-8,1	3,0	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 T4	-20,4	-40,4	26,4	8,0	-9,5	-4,9	-12,8	-28,6	6,2	11,1	4,7	-6,2
2013 T1	10,1	-46,2	-6,2	9,2	51,9	1,5	-16,2	-60,9	1,4	6,8	35,9	0,7
T2	10,0	-41,0	5,5	3,5	45,4	-3,3	-5,5	-39,9	4,8	2,3	30,4	-3,0
T3	-34,0	-36,8	-3,1	10,4	-2,4	-2,1	0,8	-35,6	11,0	10,9	15,1	-0,6
2013 Juillet	-78,7	-48,6	0,7	8,5	-31,3	-8,1	-56,0	-57,1	2,5	5,6	0,2	-7,2
Août	-19,2	-24,7	-14,0	8,8	5,4	5,2	16,2	-29,4	4,4	14,4	18,3	8,6
Septembre	-4,3	-37,2	4,1	13,8	18,5	-3,5	42,0	-20,4	26,1	12,8	26,9	-3,3
Octobre	-28,5	-21,4	-19,7	11,6	1,2	-0,3	-44,4	-11,0	-40,1	9,4	0,1	-2,8
	Long terme											
2011	47,0	11,4	-2,1	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	31,3	0,5	1,1	10,2	15,3	4,2	-	-	-	-	-	-
2012 T4	6,6	-18,0	18,9	10,5	-4,1	-0,7	2,9	-7,7	0,9	11,3	-1,5	-0,1
2013 T1	7,8	-39,3	-5,8	6,2	46,7	0,0	-6,2	-46,9	1,4	5,9	34,9	-1,5
T2	24,1	-33,3	6,9	4,1	45,1	1,4	1,5	-39,3	7,0	3,1	31,0	-0,2
T3	-27,3	-30,9	-2,4	10,2	-4,4	0,1	13,7	-27,8	8,4	10,8	19,7	2,5
2013 Juillet	-92,9	-54,6	0,4	5,9	-40,4	-4,2	-53,5	-58,2	-1,5	6,3	0,2	-0,3
Août	-7,7	-16,8	-13,7	9,4	9,8	3,6	35,1	-13,7	4,9	14,5	24,0	5,4
Septembre	18,7	-21,4	6,2	15,4	17,6	0,9	59,4	-11,4	21,9	11,7	34,8	2,3
Octobre	0,4	-8,3	-8,4	11,6	5,4	0,0	-11,3	-0,7	-26,6	9,8	5,6	0,7

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



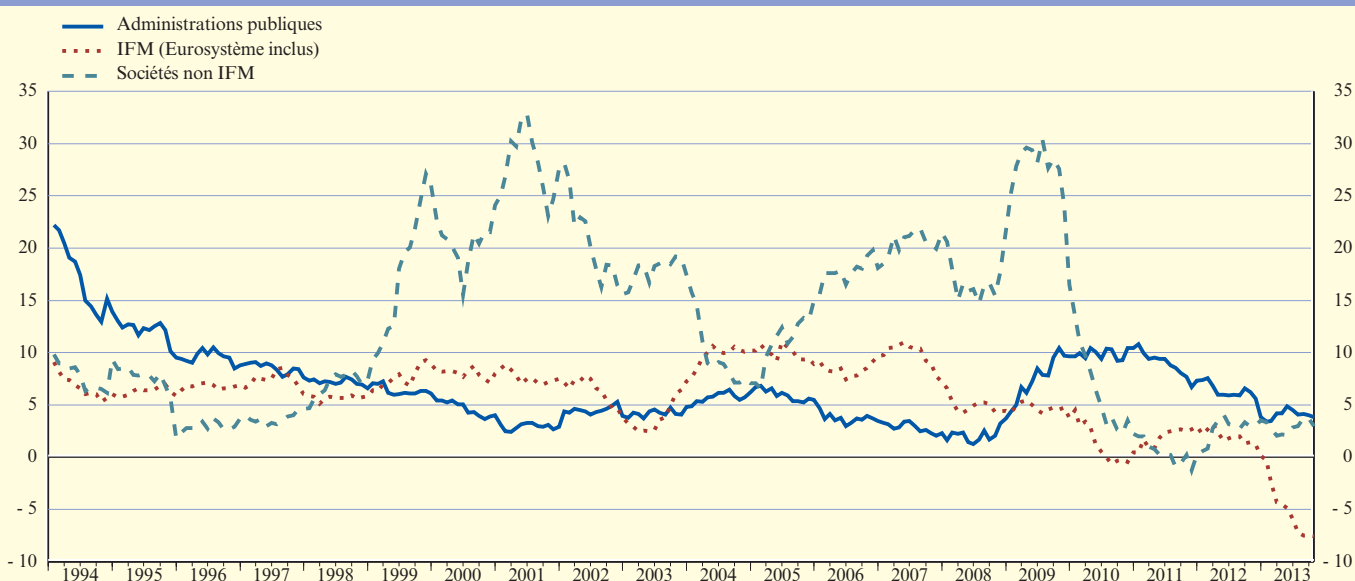
Source : BCE

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

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

	Taux de croissance annuels (données brutes)						Taux de croissance semestriels (données cvs)					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2012 Octobre	3,1	1,7	0,0	12,9	3,8	10,8	1,0	-1,7	-3,7	13,8	3,7	3,4
Novembre	2,7	0,7	0,2	12,6	3,9	8,0	1,0	-1,0	-4,4	13,5	3,7	2,0
Décembre	1,6	-1,8	1,1	14,2	2,5	6,1	0,2	-3,7	-0,4	14,8	2,4	-3,8
2013 Janvier	1,1	-2,3	0,9	13,6	2,2	4,6	-0,4	-5,8	0,2	14,3	2,4	-4,0
Février	0,4	-4,4	0,8	13,3	2,6	0,3	-0,6	-8,4	2,8	13,7	3,3	-6,1
Mars	-0,2	-6,1	-0,6	12,7	3,6	-0,8	-1,0	-9,5	1,4	11,3	3,9	-4,7
Avril	-0,2	-6,2	-0,7	12,4	3,5	0,4	-1,3	-10,6	2,2	10,9	3,5	-2,7
Mai	0,0	-6,5	-0,5	10,9	4,5	-0,4	-0,9	-11,5	3,4	8,5	5,3	-2,9
Juin	-0,2	-7,3	0,4	10,0	4,4	-2,6	-0,8	-10,8	1,2	5,5	6,4	-2,1
Juillet	-0,9	-8,8	0,8	9,7	4,1	-4,7	-1,3	-11,6	1,4	5,5	5,9	-5,6
Août	-0,7	-9,2	1,7	10,2	4,2	-3,6	-0,8	-10,0	0,6	7,1	5,1	-1,4
Septembre	-0,6	-9,0	2,2	9,6	4,1	-3,8	-0,2	-8,5	3,0	7,9	4,3	-3,2
Octobre	-1,0	-9,0	1,0	9,5	3,8	-4,1	-0,6	-7,4	-0,3	8,1	4,1	-5,0
	Long terme											
2012 Octobre	3,8	1,4	0,0	14,2	5,7	10,7	2,3	-0,5	-3,2	16,9	5,4	6,8
Novembre	3,5	1,2	0,1	14,2	5,2	9,5	2,4	0,7	-4,0	18,1	4,6	7,0
Décembre	2,5	0,1	0,4	15,3	3,3	9,2	1,6	-1,1	-1,0	18,6	2,6	4,9
2013 Janvier	2,2	-0,3	0,3	14,9	2,9	8,6	1,3	-2,2	-0,4	18,0	2,5	3,8
Février	1,3	-2,4	-0,3	14,1	3,3	4,5	0,6	-4,9	0,5	15,8	3,2	1,0
Mars	0,9	-4,3	-0,9	13,1	4,3	2,9	-0,1	-6,6	0,4	11,9	3,6	-1,6
Avril	0,8	-4,5	-1,0	14,0	4,3	3,2	-0,6	-8,3	1,1	11,0	3,3	-0,1
Mai	1,0	-4,9	-0,8	12,8	5,1	2,9	-0,3	-10,0	2,5	7,8	5,5	-1,0
Juin	0,7	-5,9	0,3	12,1	4,8	1,6	-0,2	-10,5	1,6	5,9	7,1	-1,7
Juillet	0,1	-7,2	0,6	11,6	4,5	0,3	-1,0	-12,0	1,5	5,7	6,5	-3,1
Août	0,2	-7,5	1,4	11,9	4,5	0,7	-0,1	-10,1	2,4	8,3	5,8	0,3
Septembre	0,2	-7,5	1,7	10,5	4,4	0,3	0,6	-8,4	3,0	9,1	5,3	2,2
Octobre	0,0	-7,6	0,9	10,2	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,6	9,4	5,1	1,7

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



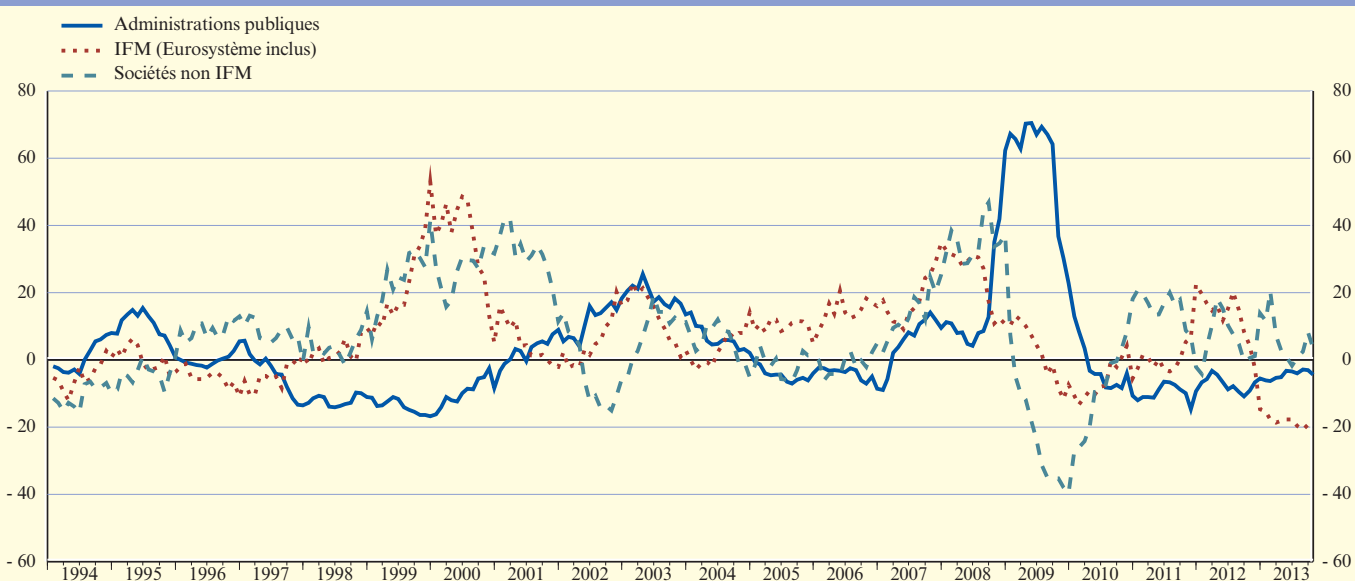
Source : BCE

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

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

	Long terme à taux fixe						Long terme à taux variable					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		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											
2011	6,4	4,8	3,6	6,3	7,8	7,7	-0,9	-1,3	-6,1	-2,0	22,3	16,1
2012	5,4	4,1	2,4	10,5	5,9	7,3	-0,8	-0,2	-5,0	-0,4	6,6	23,3
2012 T4	5,6	2,9	3,9	15,5	5,9	6,8	-3,3	-0,7	-8,1	-0,3	-2,4	20,3
2013 T1	4,4	0,4	6,5	15,7	4,3	6,0	-6,8	-4,1	-10,6	-0,4	-7,6	7,8
T2	3,7	-3,3	7,8	14,5	5,1	4,5	-7,7	-6,7	-11,4	2,1	-1,8	-0,8
T3	3,1	-4,9	8,4	12,5	4,8	3,4	-8,3	-9,6	-9,7	6,2	-1,9	-5,4
2013 Mai	3,7	-3,5	7,3	14,3	5,2	5,0	-7,5	-6,4	-12,0	2,4	1,3	-1,6
Juin	3,5	-4,0	8,3	13,2	5,1	3,9	-8,0	-8,5	-10,8	4,6	-0,6	-3,5
Juillet	3,2	-5,1	8,4	12,8	5,0	3,5	-8,8	-9,6	-10,1	4,9	-4,2	-6,7
Août	3,0	-5,1	8,7	12,7	4,6	3,3	-8,3	-10,0	-9,4	6,9	-2,2	-5,0
Septembre	2,7	-5,0	7,8	10,8	4,3	2,9	-7,4	-9,9	-8,5	8,8	2,0	-5,2
Octobre	2,5	-5,1	6,4	10,6	4,4	3,3	-7,7	-9,9	-8,4	7,5	-0,9	-4,9
	En euros											
2011	6,5	4,0	3,8	6,6	8,1	7,3	-0,4	0,1	-6,7	-3,0	22,2	15,3
2012	5,6	4,6	2,1	10,8	6,0	7,2	-0,5	2,1	-6,6	-1,4	6,3	22,9
2012 T4	5,7	3,3	3,3	16,4	6,0	6,3	-3,3	1,5	-10,2	-0,8	-2,9	20,5
2013 T1	4,2	0,1	4,8	17,6	4,4	5,3	-7,0	-2,8	-12,3	-0,3	-8,4	7,9
T2	3,5	-4,0	5,3	16,4	5,0	4,4	-7,9	-5,9	-12,7	3,7	-2,4	-1,4
T3	2,8	-5,9	5,8	14,0	4,8	3,8	-8,6	-9,7	-10,5	7,6	-2,3	-5,8
2013 Mai	3,5	-4,2	4,9	15,9	5,2	4,9	-7,7	-5,8	-13,2	4,0	0,8	-1,9
Juin	3,2	-4,9	5,3	15,1	5,1	3,9	-8,4	-8,2	-12,1	5,5	-1,0	-4,1
Juillet	3,0	-6,1	5,9	14,6	5,1	4,1	-9,0	-9,7	-10,7	6,5	-4,5	-7,2
Août	2,7	-6,1	6,2	14,0	4,7	3,9	-8,7	-10,2	-10,2	8,3	-2,7	-5,4
Septembre	2,3	-6,3	5,3	12,0	4,4	2,8	-7,8	-10,2	-9,3	10,5	1,7	-5,6
Octobre	2,3	-6,0	4,1	11,3	4,4	3,6	-8,1	-10,4	-8,9	10,5	-1,4	-5,4

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



Source : BCE

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

4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro ¹⁾

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

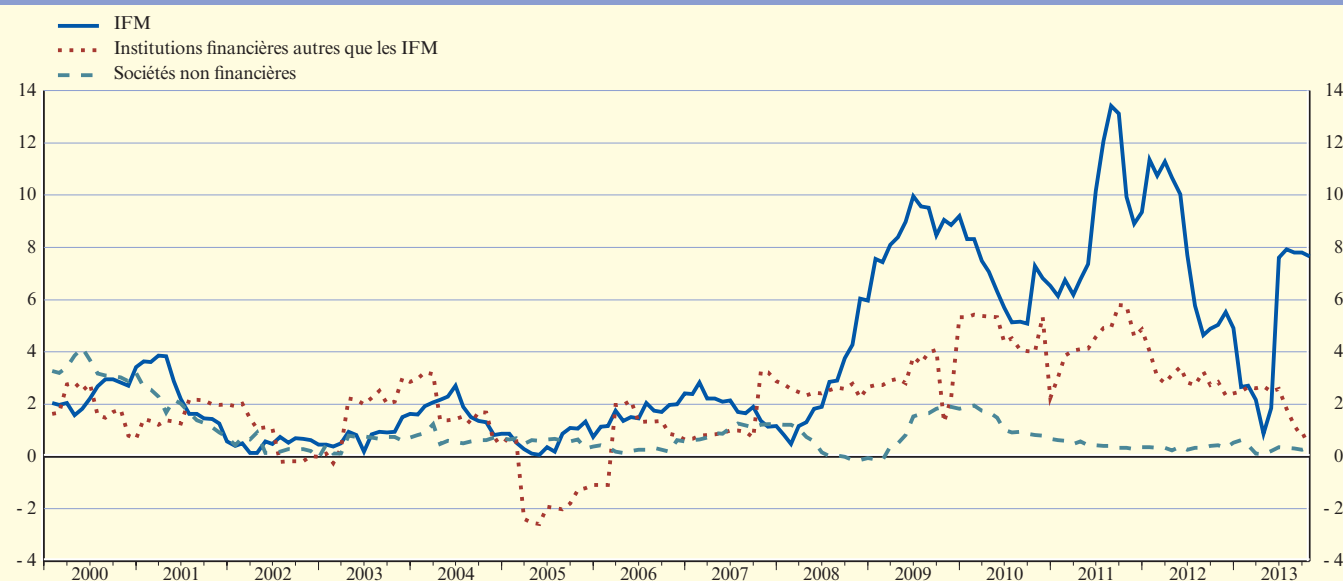
1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières	
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Octobre	4 017,6	105,9	1,7	360,5	9,9	288,1	5,8	3 369,0	0,3
Novembre	3 866,8	106,0	1,5	329,8	8,9	271,6	4,6	3 265,3	0,3
Décembre	3 878,6	106,1	1,6	339,3	9,3	270,8	4,9	3 268,5	0,4
2012 Janvier	4 091,7	106,3	1,7	375,5	11,4	298,1	4,0	3 418,2	0,4
Février	4 257,8	106,3	1,5	394,7	10,7	311,3	3,1	3 551,9	0,3
Mars	4 241,7	106,4	1,5	373,1	11,3	311,1	2,8	3 557,5	0,3
Avril	4 067,5	106,5	1,4	327,3	10,7	292,0	3,1	3 448,2	0,2
Mai	3 761,8	106,5	1,5	280,9	10,0	265,1	3,4	3 215,8	0,4
Juin	3 924,4	106,6	1,1	317,6	7,7	284,7	2,8	3 322,1	0,3
Juillet	4 050,4	106,8	1,0	309,9	5,8	291,8	2,7	3 448,7	0,3
Août	4 175,1	106,8	0,9	349,7	4,6	309,1	3,2	3 516,4	0,3
Septembre	4 231,4	106,9	0,9	365,0	4,9	323,6	2,7	3 542,9	0,4
Octobre	4 308,1	107,0	1,0	383,6	5,0	333,4	2,9	3 591,1	0,4
Novembre	4 396,1	106,9	0,9	395,7	5,5	342,0	2,3	3 658,4	0,3
Décembre	4 500,1	107,2	1,0	402,4	4,9	357,0	2,4	3 740,7	0,5
2013 Janvier	4 655,0	107,3	0,9	441,6	2,7	370,3	2,5	3 843,1	0,6
Février	4 639,6	107,1	0,8	416,1	2,7	364,2	2,7	3 859,4	0,4
Mars	4 641,6	106,9	0,5	380,4	2,2	368,7	2,6	3 892,6	0,1
Avril	4 743,9	106,8	0,3	410,5	0,9	394,6	2,7	3 938,8	0,1
Mai	4 860,6	107,1	0,5	440,6	1,9	407,6	2,5	4 012,4	0,2
Juin	4 660,4	107,9	1,2	413,9	7,6	394,2	2,6	3 852,2	0,4
Juillet	4 900,1	108,0	1,1	447,0	7,9	418,3	1,8	4 034,8	0,3
Août	4 888,4	107,9	1,1	461,9	7,8	415,8	1,2	4 010,8	0,3
Septembre	5 132,8	107,9	1,0	492,2	7,8	427,3	0,7	4 213,3	0,3
Octobre	5 407,6	108,1	1,1	557,2	7,7	445,4	0,9	4 405,1	0,4

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

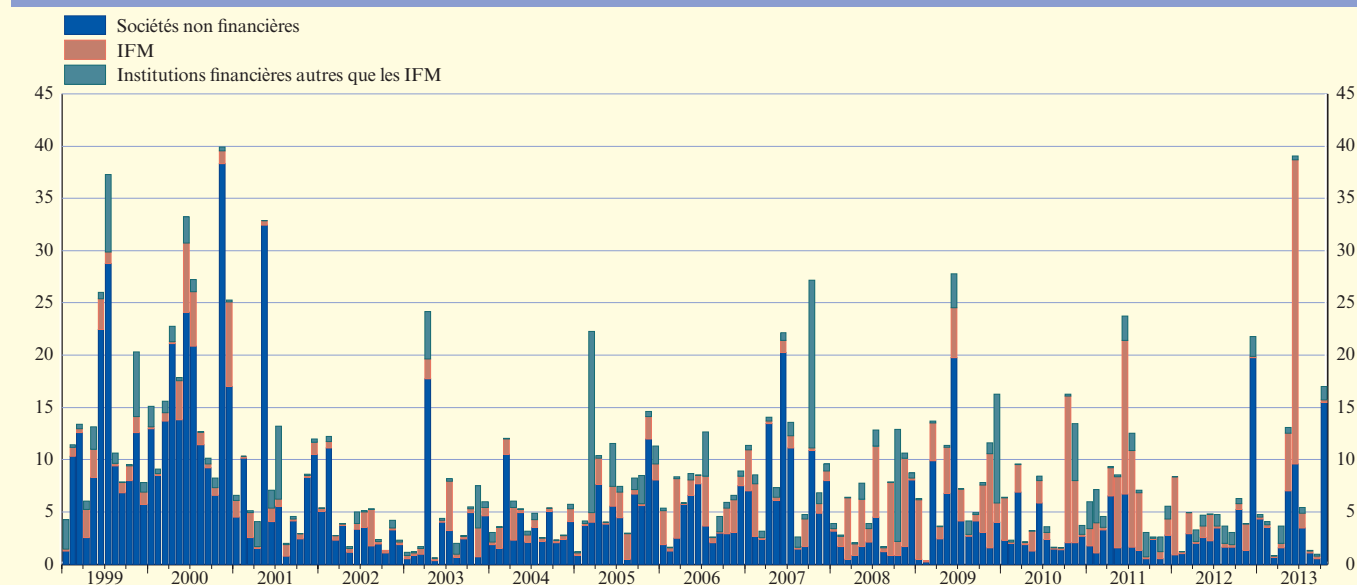
1) Pour plus de détails sur le calcul de l'indice et des taux de croissance, cf. les notes techniques

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

2. Opérations durant le mois

	Total			IFM			Institutions financières autres que les IFM			Sociétés non financières		
	Émissions brutes 1	Rembour- sements 2	Émissions nettes 3	Émissions brutes 4	Rembour- sements 5	Émissions nettes 6	Émissions brutes 7	Rembour- sements 8	Émissions nettes 9	Émissions brutes 10	Rembour- sements 11	Émissions nettes 12
2011												
Octobre	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
Novembre	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,6	1,5	-1,0
Décembre	5,5	1,1	4,4	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,1	1,7
2012												
Janvier	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,6
Février	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
Mars	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Avril	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
Mai	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Juin	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Juillet	4,7	0,3	4,4	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,5	0,3	3,2
Août	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
Septembre	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
Octobre	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
Novembre	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Décembre	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	10,8	8,9
2013												
Janvier	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Février	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mars	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Avril	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
Mai	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
Juin	39,0	1,7	37,3	29,2	0,0	29,1	0,3	0,1	0,3	9,6	1,7	7,9
Juillet	5,4	3,2	2,2	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,2	2,2
Août	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
Septembre	0,8	1,7	-0,9	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,5	1,1	-0,5
Octobre	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1

G20 Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs
(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois ; valeurs de marché)



4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro ¹⁾

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

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

	Dépôts des ménages						Dépôts des sociétés non financières				Pensions
	Dépôts à vue	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	
2012 Décembre	0,39	2,73	2,59	2,25	1,59	1,59	0,42	1,08	1,92	2,16	1,53
2013 Janvier	0,37	2,61	2,37	2,42	1,53	1,53	0,39	1,09	2,00	2,16	1,17
Février	0,36	2,44	2,23	2,29	1,39	1,47	0,40	1,05	1,99	2,08	0,63
Mars	0,36	2,29	2,17	2,28	1,37	1,43	0,40	0,93	1,85	1,99	1,00
Avril	0,34	2,33	2,10	2,25	1,36	1,36	0,38	0,96	1,70	1,90	0,68
Mai	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,30	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
Juin	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,27	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72
Juillet	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,36	0,82	1,63	1,78	0,88
Août	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,22	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51
Septembre	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56
Octobre	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,14	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29
Novembre	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,10	0,34	0,75	1,57	1,73	0,46

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	
2012 Décembre	7,94	16,93	5,36	6,05	7,55	6,94	2,87	3,25	3,25	3,45	3,41	3,15	4,12	3,01
2013 Janvier	7,97	17,06	5,77	6,11	7,88	7,27	2,87	3,17	3,03	3,35	3,34	3,19	4,06	3,08
Février	7,97	17,04	5,89	6,03	7,83	7,25	2,88	3,17	3,05	3,35	3,35	3,16	4,07	3,21
Mars	7,95	17,06	5,86	5,98	7,75	7,15	2,86	3,19	3,13	3,34	3,38	3,16	4,16	3,17
Avril	7,93	17,08	5,74	5,92	7,75	7,06	2,87	3,13	3,06	3,34	3,38	3,26	3,97	3,11
Mai	7,91	17,08	6,00	6,09	7,71	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14
Juin	7,84	17,03	5,85	6,02	7,56	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,08	3,01
Juillet	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18
Août	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15
Septembre	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16
Octobre	7,67	17,02	5,70	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
Novembre	7,64	16,94	5,81	6,05	7,74	7,18	2,79	3,06	3,15	3,29	3,37	3,30	4,08	3,19

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
2012 Décembre	4,19	4,62	4,55	4,24	4,24	3,68	3,51	2,17	2,79	2,84	3,32	2,79	3,01
2013 Janvier	4,21	4,68	4,70	4,03	4,16	3,62	3,68	2,09	2,88	3,32	4,29	2,92	3,02
Février	4,20	4,70	4,69	4,05	4,25	3,70	3,66	2,02	2,85	3,13	4,42	2,93	3,14
Mars	4,17	4,56	4,71	4,11	4,25	3,75	3,61	2,00	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
Avril	4,16	4,78	4,73	4,16	4,07	3,62	3,58	2,14	2,77	3,21	4,16	3,00	2,94
Mai	4,11	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,10	2,71	3,21	3,52	2,68	2,79
Juin	4,12	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
Juillet	4,09	4,65	4,82	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,72	2,72	2,82	2,98	3,17
Août	4,09	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
Septembre	4,12	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
Octobre	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,16	2,64	3,10	2,86	3,28	3,38
Novembre	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,55	3,49	2,23	2,62	2,96	2,89	2,98	3,10

Source : BCE

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

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

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

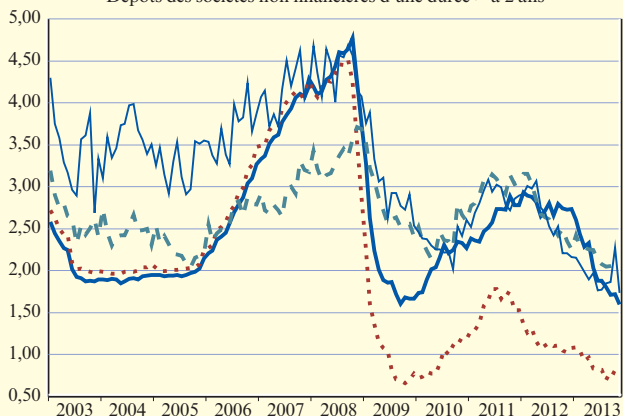
	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières			Pensions
	Dépôts à vue ²⁾	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis ^{2) 3)}		Dépôts à vue ²⁾	Dépôts à terme		
		≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 2 ans	> à 2 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 Décembre	0,39	2,64	2,73	1,59	1,59	0,42	1,80	2,91	2,65
2013 Janvier	0,37	2,58	2,71	1,53	1,53	0,39	1,75	2,87	2,32
Février	0,36	2,58	2,75	1,39	1,47	0,40	1,72	2,93	1,99
Mars	0,36	2,53	2,70	1,37	1,43	0,40	1,65	2,89	2,18
Avril	0,34	2,47	2,70	1,36	1,36	0,38	1,60	2,83	1,99
Mai	0,33	2,41	2,67	1,31	1,30	0,38	1,57	2,79	1,62
Juin	0,32	2,36	2,67	1,30	1,27	0,38	1,51	2,80	1,72
Juillet	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,36	1,46	2,77	1,66
Août	0,30	2,22	2,63	1,15	1,22	0,37	1,44	2,82	1,50
Septembre	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,85	1,66
Octobre	0,29	2,09	2,60	1,13	1,14	0,34	1,34	2,83	1,35
Novembre	0,29	2,02	2,61	1,12	1,10	0,34	1,32	2,84	1,34

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
2012 Décembre	3,49	3,39	3,56	7,75	6,18	4,92	3,71	3,28	3,22
2013 Janvier	3,46	3,36	3,52	7,76	6,21	4,89	3,73	3,26	3,17
Février	3,45	3,35	3,51	7,77	6,24	4,91	3,72	3,26	3,19
Mars	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,68	3,25	3,16
Avril	3,49	3,33	3,49	7,74	6,19	4,88	3,67	3,25	3,15
Mai	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,65	3,24	3,13
Juin	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,62	3,24	3,14
Juillet	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,62	3,26	3,14
Août	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
Septembre	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,82	3,65	3,24	3,13
Octobre	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12
Novembre	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12

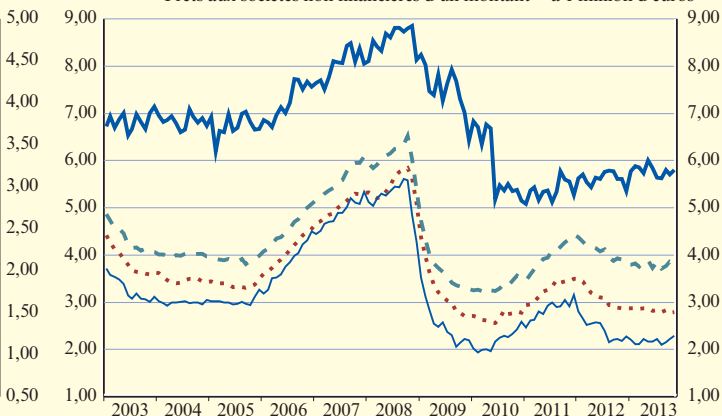
G21 Nouveaux dépôts à terme
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)

- Dépôts des ménages d'une durée ≤ à 1 an
- ... Dépôts des sociétés non financières d'une durée ≤ à 1 an
- - - Dépôts des ménages d'une durée > à 2 ans
- Dépôts des sociétés non financières d'une durée > à 2 ans



G22 Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)

- Prêts à la consommation consentis aux ménages
- ... Prêts au logement consentis aux ménages
- - - Prêts aux sociétés non financières d'un montant ≤ à 1 million d'euros
- Prêts aux sociétés non financières d'un montant > à 1 million d'euros



Source : BCE

* Pour la source des données du tableau et les notes de bas de page correspondantes, cf. p. S42

4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

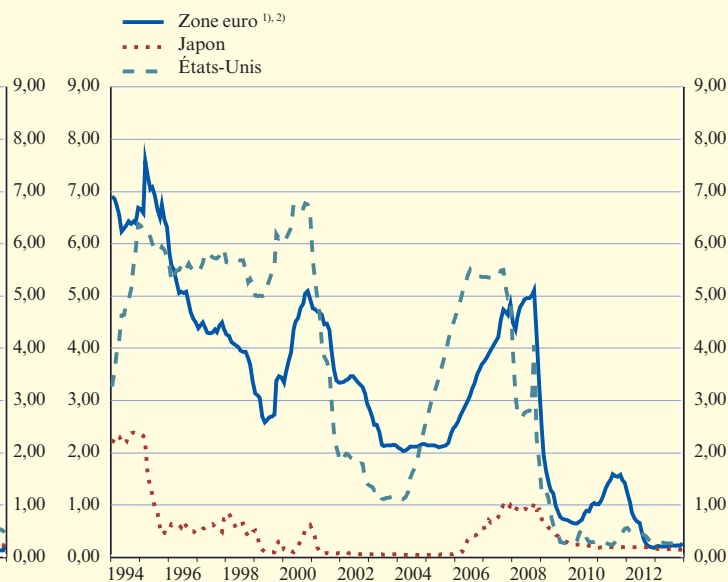
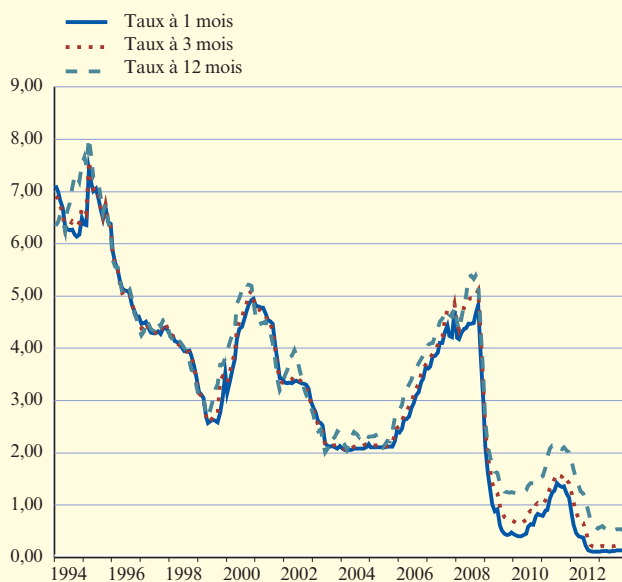
	Zone euro ^{1), 2)}					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia) 1	Dépôts à 1 mois (Euribor) 2	Dépôts à 3 mois (Euribor) 3	Dépôts à 6 mois (Euribor) 4	Dépôts à 12 mois (Euribor) 5	Dépôts à 3 mois (Libor) 6	Dépôts à 3 mois (Libor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2012 T4	0,08	0,11	0,20	0,37	0,60	0,32	0,19
2013 T1	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
T2	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
T3	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
T4	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2012 Décembre	0,07	0,11	0,19	0,32	0,55	0,31	0,18
2013 Janvier	0,07	0,11	0,20	0,34	0,58	0,30	0,17
Février	0,07	0,12	0,22	0,36	0,59	0,29	0,16
Mars	0,07	0,12	0,21	0,33	0,54	0,28	0,16
Avril	0,08	0,12	0,21	0,32	0,53	0,28	0,16
Mai	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
Juin	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Juillet	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
Août	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
Septembre	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
Octobre	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
Novembre	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Décembre	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15

G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro ^{1), 2)}

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)

G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE

- 1) Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

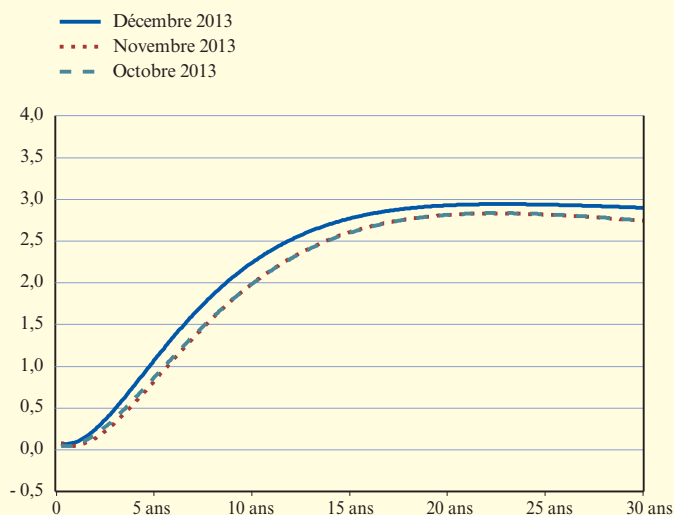
4.7 Courbes des taux de la zone euro ¹⁾

(obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro ; données de fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écarts en points de pourcentage)

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2012 T4	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013 T1	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
T2	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
T3	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
T4	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2012 Décembre	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 Janvier	0,07	0,15	0,32	0,99	1,45	2,02	1,95	1,71	0,28	0,70	2,18	3,62
Février	0,03	0,01	0,10	0,74	1,24	1,88	1,86	1,78	0,05	0,38	1,99	3,72
Mars	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
Avril	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28
Mai	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
Juin	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Juillet	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
Août	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
Septembre	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Octobre	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
Novembre	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Décembre	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88

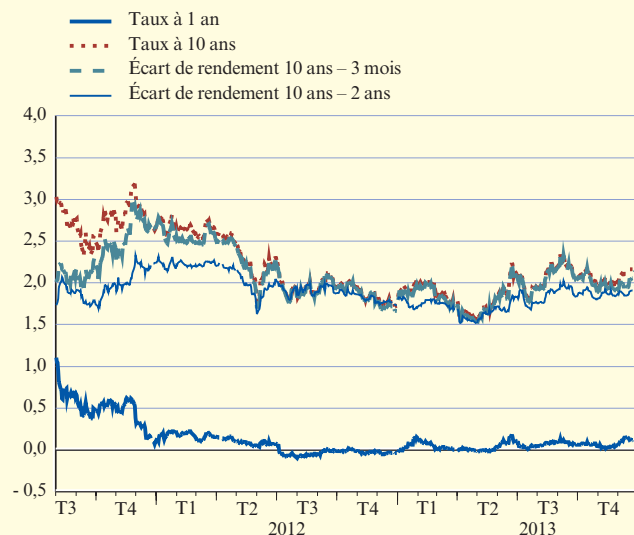
G25 Courbes des taux au comptant de la zone euro ²⁾

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)



G26 Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro ²⁾

(données quotidiennes ; taux en pourcentage annuel ; écarts de rendement en points de pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur les données sous-jacentes fournies par EuroMTS et notations fournies par Fitch Ratings

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

2) Les données se rapportent aux emprunts publics de la zone euro notés AAA.

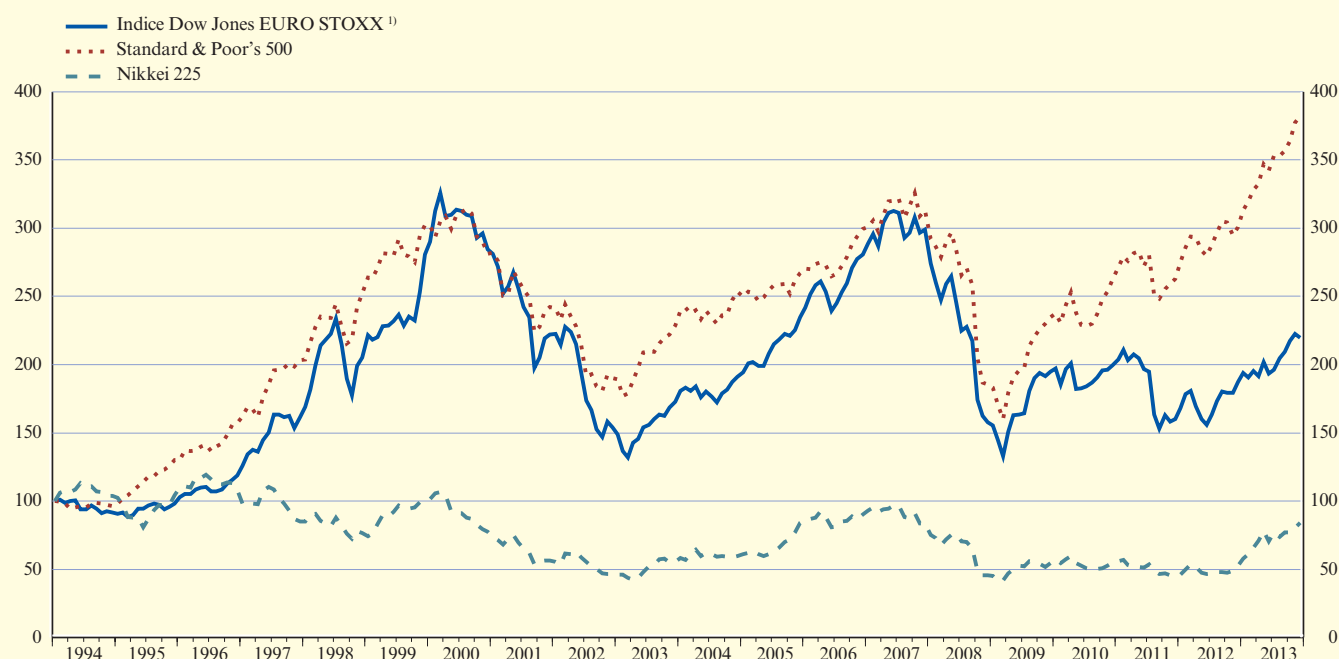
4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx ¹⁾												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	256,0	2 611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1 267,6	9 425,4
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2012 T4	252,0	2 543,3	536,8	163,6	407,4	310,5	133,0	347,7	231,6	232,0	245,4	570,7	1 418,1	9 208,6
2013 T1	268,2	2 676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1 514,0	11 457,6
T2	271,8	2 696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1 609,5	13 629,3
T3	282,1	2 782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1 674,9	14 127,7
T4	304,9	3 017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1 768,7	14 951,3
2012 Décembre	259,7	2 625,6	559,5	170,0	422,7	312,0	138,5	361,5	246,8	225,8	240,2	583,1	1 422,3	9 814,4
2013 Janvier	269,1	2 715,3	568,4	176,4	434,1	319,7	148,6	373,9	255,3	228,5	251,7	588,6	1 480,4	10 750,9
Février	264,7	2 630,4	561,0	180,7	439,1	301,4	143,2	372,7	256,0	218,5	231,1	586,7	1 512,3	11 336,4
Mars	270,8	2 680,2	576,6	187,2	457,1	307,4	140,1	388,2	260,6	221,0	240,2	626,1	1 550,8	12 244,0
Avril	265,9	2 636,3	560,9	187,0	449,8	299,6	136,0	374,1	250,5	225,2	238,6	650,8	1 570,7	13 224,1
Mai	280,2	2 785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1 639,8	14 532,4
Juin	268,3	2 655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1 618,8	13 106,6
Juillet	272,4	2 686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1 668,7	14 317,5
Août	284,2	2 803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1 670,1	13 726,7
Septembre	290,6	2 864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1 687,2	14 372,1
Octobre	301,4	2 988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1 720,0	14 329,0
Novembre	308,7	3 056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1 783,5	14 931,7
Décembre	304,7	3 010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1 807,8	15 655,2

G27 Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225

(base : janvier 1994 = 100 ; moyennes mensuelles)



Source : BCE

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



PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

5.1 IPCH, autres prix et coûts (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

1. Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés ²⁾	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transformés	Produits alimen- taires non transformés	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie											
% du total en 2012	100,0	100,0	81,7	57,7	42,3	100,0	12,0	7,3	27,4	11,0	42,3	87,7	12,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,6
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,3	.	.	1,4	-	-	-	-	-	-	.	.
2012 T4	116,7	2,3	1,6	2,7	1,7	0,4	0,7	1,8	0,3	-0,1	0,3	2,0	4,1
2013 T1	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,6	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,1
T2	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,4	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,2
T3	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,5	0,7	0,5	0,0	1,0	0,6	1,3	1,7
T4	117,6	0,8	.	.	1,2	.	.	.	.	-1,1	.	.	.
2013 Juillet	117,0	1,6	1,3	1,7	1,4	0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,8	0,2	1,6	1,7
Août	117,1	1,3	1,3	1,2	1,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,1	1,3	1,9
Septembre	117,7	1,1	1,2	0,9	1,4	0,0	0,1	-1,0	0,0	0,5	0,0	1,0	1,6
Octobre	117,6	0,7	1,0	0,4	1,2	-0,2	0,1	-0,6	0,0	-1,2	-0,1	0,6	1,3
Novembre	117,5	0,9	1,1	0,4	1,4	0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,8	0,3	0,8	1,3
Décembre ³⁾	117,9	0,8	.	.	1,0	.	.	.	.	0,6	.	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 2012	19,4	12,0	7,3	38,3	27,4	11,0	10,3	6,0	7,2	3,1	14,7	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	.	.	.	0,6	0,6	.	.	.	.	.	.
2012 T4	3,1	2,4	4,3	2,5	1,1	6,3	1,8	1,5	3,1	-3,8	2,1	1,9
2013 T1	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
T2	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
T3	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
T4	1,8	.	.	.	0,3	-0,9	.	.	.	.	.	.
2013 Juillet	3,5	2,5	5,1	0,8	0,4	1,6	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,1	0,8
Août	3,2	2,5	4,4	0,2	0,4	-0,3	1,8	1,8	2,3	-4,3	2,2	0,8
Septembre	2,6	2,4	2,9	0,0	0,4	-0,9	1,7	1,5	2,4	-3,6	2,2	0,9
Octobre	1,9	2,2	1,4	-0,3	0,3	-1,7	1,7	1,4	2,0	-4,0	1,9	0,4
Novembre	1,6	2,0	0,9	-0,1	0,2	-1,1	1,7	1,4	1,9	-3,3	2,5	0,5
Décembre ³⁾	1,8	.	.	.	0,2	0,0	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales
- 2) Ces statistiques expérimentales ne peuvent fournir qu'une mesure approximative de l'administration des prix, les variations des prix administrés ne pouvant être totalement isolées d'autres influences. Pour une note expliquant la méthodologie utilisée dans le calcul de cet indicateur, se reporter au site internet d'Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>)
- 3) Estimation basée sur des données nationales provisoires couvrant généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur les premières informations concernant les prix de l'énergie

5.1 IPCH, autres prix et coûts

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

2. Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier résidentiel

	Prix à la production hors construction											Construction ¹⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total			Industrie hors construction et énergie						Énergie		
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation							
						Total	Biens de consommation durables	Biens de consommation non durables					
% du total en 2010	100,0	100,0	75,4	68,1	27,5	18,7	21,9	2,2	19,7	31,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	97,4	-4,8	-5,1	-2,8	-5,4	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-10,9	0,3	-3,2	
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,3	0,4	0,7	0,4	5,5	2,0	1,0	
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,9	1,5	3,3	1,9	3,4	10,7	3,3	1,1	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,8	1,0	2,5	1,6	2,6	6,1	1,6	-1,7	
2012 T3	109,0	2,5	1,8	1,1	0,2	0,9	2,4	1,5	2,5	5,9	1,4	-2,6	
T4	109,2	2,4	1,9	1,6	1,3	0,8	2,5	1,2	2,7	4,1	1,3	-2,3	
2013 T1	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,8	-2,8	
T2	108,2	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-1,8	0,4	-2,4	
T3	108,3	-0,6	-0,3	0,3	-1,0	0,5	1,7	0,6	1,9	-2,5	0,4	.	
2013 Juin	108,1	0,1	0,3	0,6	-0,5	0,5	2,0	0,7	2,2	-1,0	-	-	
Juillet	108,3	0,0	0,3	0,5	-0,5	0,5	2,0	0,6	2,2	-1,4	-	-	
Août	108,3	-0,9	-0,4	0,3	-1,0	0,6	1,8	0,5	1,9	-3,5	-	-	
Septembre	108,5	-0,9	-0,8	-0,1	-1,6	0,6	1,5	0,6	1,6	-2,7	-	-	
Octobre	108,0	-1,3	-1,1	-0,3	-1,7	0,5	1,0	0,5	1,0	-3,5	-	-	
Novembre	107,9	-1,2	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,8	0,5	0,8	-3,2	-	-	

3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole ³⁾ (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Déflateur du PIB							
		Pondération fondée sur les importations ⁴⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ⁵⁾			Total (indice (cvs) : 2005 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ⁶⁾	Importations ⁶⁾
		Total	Aliments	Non alimentaires	Total	Aliments	Non alimentaires			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe		
% du total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,8	1,3	1,6	2,1	1,1	1,1	1,6	2,3
2013	81,7	-8,2	-10,5	-7,0	-7,3	-7,3	-7,3	.	.	.	.	.	.	.	.
2012 T4	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,3	1,4	1,5	1,8	0,5	0,9	1,4	1,6
2013 T1	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	111,9	1,5	1,3	1,3	1,6	0,4	0,2	-0,3
T2	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,3	1,5	1,1	1,1	0,9	0,1	-0,1	-1,2
T3	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,4	1,3	1,0	1,2	0,9	0,1	-0,8	-1,6
T4	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 Juillet	81,9	-12,2	-16,7	-9,8	-11,8	-13,4	-10,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Août	82,6	-12,9	-20,6	-8,7	-12,2	-15,9	-8,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Septembre	83,0	-12,9	-18,8	-9,7	-12,1	-13,7	-10,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Octobre	80,0	-12,2	-17,3	-9,6	-10,9	-12,0	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Novembre	80,0	-11,7	-16,5	-9,2	-11,3	-12,9	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Décembre	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (colonne 7 du tableau 2 de la section 5.1 et colonnes 8 à 15 du tableau 3 de la section 5.1), calculs de la BCE effectués à partir des données de Thomson Reuters (colonne 1 du tableau 3 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 12 du tableau 2 de la section 5.1 et colonnes 2 à 7 du tableau 3 de la section 5.1)

1) Prix des consommations intermédiaires pour la construction résidentielle

2) Données expérimentales fondées sur des sources nationales non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en> pour plus de détails)

3) Brent Blend (livraison à terme à un mois)

4) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la structure des importations de la zone euro sur la période 2004-2006

5) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la demande intérieure (production intérieure plus importations moins exportations) de la zone euro sur la période 2004-2006

Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en> pour plus de détails)

6) 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 : 2005 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹⁾												
2011	110,5	0,8	0,4	0,6	1,3	0,7	0,3	-0,4	0,8	3,1	0,2	1,5
2012	112,4	1,7	4,3	2,6	2,6	1,6	3,4	1,3	0,6	2,5	0,7	2,1
2012 T4	113,3	1,8	5,8	2,7	3,3	2,2	5,4	-0,3	-0,7	2,6	-0,2	2,7
2013 T1	113,9	1,8	2,6	2,7	0,4	2,3	3,7	-0,2	-1,0	2,0	0,9	2,2
T2	113,8	1,2	2,0	2,1	0,0	1,8	3,3	1,1	-0,3	1,1	0,2	1,8
T3	114,0	1,0	2,4	2,4	1,1	0,9	4,2	0,5	0,4	0,1	0,2	1,6
Rémunération par tête												
2011	114,3	2,1	2,9	3,4	3,6	1,6	2,9	1,5	2,4	3,0	1,0	1,7
2012	116,2	1,7	1,2	2,5	3,1	1,7	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2012 T4	116,9	1,5	1,1	2,6	3,0	1,4	2,3	1,4	1,1	2,1	0,2	1,2
2013 T1	117,8	1,6	2,6	2,5	0,7	1,2	1,4	1,7	1,2	2,0	1,6	1,1
T2	118,2	1,6	1,9	2,6	1,6	1,4	1,4	1,3	2,8	2,1	1,0	1,3
T3	118,4	1,5	2,9	3,0	2,1	1,0	1,0	0,6	1,8	1,5	1,0	1,5
Productivité par personne employée ²⁾												
2011	103,4	1,3	2,5	2,8	2,2	0,9	2,6	2,0	1,5	-0,1	0,8	0,2
2012	103,3	0,0	-2,9	-0,1	0,5	0,1	-0,9	-0,2	1,1	0,0	0,4	-0,5
2012 T4	103,2	-0,3	-4,4	0,0	-0,3	-0,7	-3,0	1,8	1,8	-0,4	0,4	-1,5
2013 T1	103,5	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-1,1	-2,2	1,9	2,3	0,1	0,6	-1,1
T2	103,8	0,4	-0,1	0,4	1,6	-0,4	-1,9	0,2	3,1	1,1	0,8	-0,5
T3	103,9	0,5	0,4	0,6	1,0	0,2	-3,1	0,1	1,3	1,4	0,8	-0,2
Rémunération par heure travaillée												
2011	116,0	2,0	2,0	2,6	4,1	1,8	2,7	1,2	1,7	2,7	0,9	1,7
2012	118,9	2,6	3,1	3,6	5,0	2,4	3,1	1,6	1,9	2,7	1,2	2,5
2012 T4	119,9	2,2	3,2	3,8	4,3	2,3	2,6	2,3	1,7	2,5	0,0	2,3
2013 T1	121,6	3,1	4,1	4,6	4,0	2,5	1,9	2,9	1,5	2,8	2,4	2,5
T2	121,1	1,5	2,2	1,5	1,0	1,5	1,0	1,7	2,5	2,3	0,9	2,1
T3	121,2	1,5	3,1	1,8	1,7	1,1	1,5	0,9	2,1	2,0	1,0	2,3
Productivité horaire du travail ²⁾												
2011	105,4	1,3	3,6	2,2	2,4	1,2	2,4	1,8	0,7	-0,3	0,6	0,3
2012	106,2	0,7	-2,0	1,0	2,0	0,8	-0,2	0,2	1,8	0,4	0,6	0,3
2012 T4	106,6	0,5	-3,8	1,2	0,9	0,3	-2,3	2,7	2,9	0,2	0,3	-0,4
2013 T1	107,4	1,2	0,0	1,8	3,1	-0,2	-1,6	3,0	2,9	1,2	1,4	0,6
T2	106,9	0,3	-0,5	-0,5	0,8	-0,5	-2,1	0,2	2,8	1,3	0,7	0,2
T3	107,0	0,5	0,5	-0,4	0,9	0,2	-2,3	0,1	1,6	2,0	0,9	0,7

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	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	
2011	106,6	2,2	2,0	2,8	3,0	2,6	2,5	
2012	108,6	1,9	2,0	1,7	2,4	2,3	2,2	
2012 T4	114,9	1,6	1,7	1,5	2,6	1,9	1,9	
2013 T1	102,6	1,9	2,1	1,6	3,2	1,5	1,6	
T2	114,0	1,1	1,4	0,3	1,9	0,8	1,1	
T3	107,1	1,0	1,3	0,4	1,6	-0,2	1,0	

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/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails)

5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. PIB et composantes de la dépense

	PIB								
	Total	Demande intérieure				Solde extérieur ¹⁾			
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks ²⁾	Total	Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Prix courants (montants en milliards d'euros)									
2009	8 921,5	8 804,3	5 135,4	1 988,5	1 731,1	-50,8	117,2	3 288,8	3 171,6
2010	9 167,6	9 046,5	5 271,3	2 016,4	1 737,8	20,9	121,1	3 784,3	3 663,2
2011	9 424,1	9 294,3	5 414,7	2 029,6	1 792,5	57,5	129,8	4 174,9	4 045,1
2012	9 483,5	9 235,8	5 449,5	2 040,3	1 738,8	7,2	247,8	4 348,2	4 100,4
2012 T3	2 374,8	2 306,6	1 361,8	510,8	433,5	0,5	68,1	1 098,0	1 029,9
T4	2 370,0	2 297,8	1 361,7	510,0	429,1	-3,1	72,2	1 092,3	1 020,1
2013 T1	2 377,8	2 301,9	1 364,1	515,9	420,0	1,9	75,9	1 079,3	1 003,4
T2	2 393,0	2 305,2	1 367,7	516,2	420,4	0,9	87,8	1 098,8	1 011,0
T3	2 397,1	2 316,9	1 372,8	518,1	423,0	2,9	80,3	1 098,0	1 017,7
<i>en pourcentage du PIB</i>									
2012	100,0	97,4	57,5	21,5	18,3	0,1	2,6	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)									
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>									
2012 T3	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,6	-	-	0,7	0,3
T4	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-1,2	-	-	-0,5	-0,9
2013 T1	-0,2	-0,3	-0,1	0,3	-1,9	-	-	-1,0	-1,2
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	-	-	2,1	1,6
T3	0,1	0,4	0,1	0,2	0,4	-	-	0,2	1,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>									
2009	-4,4	-3,7	-1,0	2,6	-12,8	-	-	-12,4	-10,9
2010	2,0	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,4	-0,5	-4,1	-	-	2,5	-1,0
2012 T3	-0,7	-2,5	-1,6	-0,6	-4,2	-	-	2,8	-1,1
T4	-1,0	-2,3	-1,5	-0,7	-4,8	-	-	1,9	-0,8
2013 T1	-1,2	-2,1	-1,2	-0,1	-5,6	-	-	0,1	-2,0
T2	-0,6	-1,3	-0,6	0,2	-3,5	-	-	1,3	-0,3
T3	-0,4	-0,5	-0,4	0,6	-2,5	-	-	0,8	0,5
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2012 T3	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,2	-	-
T4	-0,5	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2013 T1	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,4	0,1	0,1	-	-
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-	-
T3	0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,3	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2009	-4,4	-3,7	-0,5	0,5	-2,7	-1,0	-0,7	-	-
2010	2,0	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2012 T3	-0,7	-2,4	-0,9	-0,1	-0,8	-0,6	1,7	-	-
T4	-1,0	-2,2	-0,8	-0,2	-0,9	-0,3	1,2	-	-
2013 T1	-1,2	-2,1	-0,7	0,0	-1,0	-0,3	0,9	-	-
T2	-0,6	-1,3	-0,3	0,0	-0,6	-0,4	0,7	-	-
T3	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	-0,5	0,0	0,2	-	-

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)												
2009	8 028,1	124,0	1 464,6	530,2	1 532,5	369,9	421,2	902,8	806,2	1 581,8	294,8	893,3
2010	8 226,0	136,3	1 578,8	498,3	1 547,7	370,1	438,2	917,6	826,3	1 612,6	300,2	941,6
2011	8 451,6	141,1	1 639,8	501,0	1 589,1	373,7	439,5	963,9	858,4	1 637,5	307,6	972,5
2012	8 506,2	143,4	1 639,9	490,5	1 601,3	369,1	433,2	980,4	876,3	1 658,9	313,2	977,3
2012 T3	2 130,3	35,9	412,3	122,2	400,5	92,3	107,2	245,6	219,9	415,8	78,6	244,5
T4	2 126,9	36,5	409,1	120,9	401,7	91,1	107,5	247,5	220,0	413,8	78,9	243,1
2013 T1	2 133,8	35,7	409,7	119,8	401,4	90,0	109,1	248,2	220,7	420,2	79,1	244,0
T2	2 144,2	35,9	412,9	119,2	403,6	89,5	109,9	249,9	223,3	420,6	79,4	248,8
T3	2 150,4	34,9	413,2	119,6	406,4	88,8	109,3	252,1	224,4	421,4	80,4	246,7
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2012	100,0	1,7	19,3	5,8	18,8	4,3	5,1	11,5	10,3	19,5	3,7	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>												
2012 T3	-0,1	-1,4	0,0	-1,1	-0,6	0,1	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-0,3
T4	-0,5	0,0	-1,6	-1,7	-0,9	-1,1	1,0	0,4	-0,3	0,4	0,2	-1,0
2013 T1	-0,2	0,3	0,0	-1,3	-0,4	-0,6	-0,9	-0,1	0,6	-0,1	-0,4	-0,3
T2	0,3	-0,3	0,5	-0,4	0,5	-0,1	-0,9	0,4	0,9	0,2	-0,1	0,5
T3	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,2	-0,8	0,5	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2009	-4,5	1,2	-12,9	-8,0	-5,1	2,8	0,4	0,4	-7,9	1,5	-0,6	-4,2
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,7	0,7	1,8	0,2	-0,2	2,3	1,3	0,4	1,4
2011	1,8	0,4	3,0	-1,6	1,7	3,9	1,5	2,1	2,4	1,1	0,3	0,1
2012	-0,5	-4,8	-1,1	-4,2	-0,8	0,3	-0,6	0,6	0,7	0,1	0,1	-1,9
2012 T3	-0,6	-6,3	-0,8	-3,8	-1,1	0,2	-0,7	0,5	0,8	-0,2	0,1	-1,8
T4	-0,9	-6,4	-1,4	-5,3	-1,7	-1,4	0,9	0,7	0,0	0,2	-0,2	-2,0
2013 T1	-1,0	-3,0	-1,7	-5,3	-2,3	-1,7	0,8	0,7	0,3	0,4	-0,6	-2,6
T2	-0,5	-1,5	-1,0	-4,5	-1,4	-1,7	-0,8	1,0	1,5	0,5	-0,2	-1,0
T3	-0,3	-0,4	-1,1	-3,5	-0,6	-2,6	-0,3	0,9	1,4	0,6	-0,2	-0,8
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2012 T3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
T4	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2013 T1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2009	-4,5	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2012 T3	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
T4	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 T1	-1,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
T2	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
T3	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

5.2 Production et demande

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

3. Production industrielle

	Total	Industrie hors construction										Construction	
		Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Industrie hors construction et énergie										Énergie
			Secteur manufacturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équiper- ment	Biens de consommation			Énergie			
							Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables				
% du total en 2010	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	4,1	100,0	7,3	7,7	7,7	10,0	9,0	2,8	2,7	2,9	3,9	-7,6	
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,1	8,4	1,0	0,7	1,0	-4,4	-2,4	
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,6	-1,2	-2,4	-4,9	-2,1	-0,4	-5,4	
2012 T4	-3,5	99,3	-3,3	-3,6	-3,8	-5,2	-3,3	-2,1	-5,5	-1,6	-0,5	-4,3	
2013 T1	-2,8	99,6	-2,2	-2,6	-2,9	-3,6	-3,4	-0,8	-4,7	-0,3	-0,1	-5,9	
T2	-1,5	100,3	-1,0	-0,9	-1,0	-2,0	-0,1	-0,7	-3,9	-0,2	-1,1	-3,7	
T3	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-1,0	-0,8	-1,3	-0,8	-3,8	-0,5	-1,8	-1,1	
2013 Juin	-0,7	100,6	-0,2	0,0	0,0	-1,0	1,4	-0,5	-1,7	-0,5	-1,9	-1,9	
Juillet	-1,8	99,6	-2,0	-2,2	-2,1	-1,5	-3,3	-1,3	-4,4	-0,8	-1,6	-1,6	
Août	-1,2	100,5	-1,5	-1,5	-1,1	-0,8	-0,8	-2,2	-4,2	-2,0	-3,3	-0,9	
Septembre	-0,1	100,3	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,8	-3,0	1,3	-0,6	-0,7	
Octobre	-0,1	99,2	0,2	0,6	0,5	1,6	1,2	-1,1	-5,4	-0,6	-3,4	-2,4	
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>													
2013 Juin	0,8	-	0,7	1,0	1,1	0,5	2,2	0,3	3,7	-0,4	-1,1	1,6	
Juillet	-0,6	-	-1,0	-1,1	-1,1	-0,4	-1,9	-0,8	-1,5	-0,4	-0,5	0,6	
Août	1,0	-	0,9	1,0	1,6	0,7	1,9	0,5	-0,5	0,4	-0,8	0,2	
Septembre	-0,6	-	-0,2	-0,3	-1,0	-0,4	-0,7	0,3	-1,5	0,3	1,5	-0,5	
Octobre	-0,8	-	-1,1	-0,7	-0,7	0,4	-1,3	-1,4	-2,4	-0,9	-4,0	-1,2	

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 (indice (cvs) : 2010 = 100)	Total	Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Total	Total	Total (indice (cvs) : 2010 = 100)	Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires		Carburants			
									Textile, habillement, chaussures	Biens d'équipement des ménages				
% du total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	40,1	51,1	9,4	11,9	8,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	100,0	17,7	100,0	10,1	2,1	100,0	0,5	0,4	1,3	2,2	0,2	-3,0	843	-8,5
2011	108,6	8,6	109,2	9,1	1,7	99,7	-0,3	-1,0	0,5	1,4	-0,2	-3,3	838	-1,1
2012	104,3	-3,9	108,7	-0,5	0,4	97,9	-1,8	-1,2	-1,7	-4,1	-2,6	-5,2	744	-11,0
2012 T4	103,0	-2,5	107,3	-1,7	-0,9	96,8	-2,6	-2,0	-2,8	-4,6	-4,3	-5,9	709	-14,1
2013 T1	102,5	-2,6	106,9	-2,7	-1,3	97,0	-2,0	-1,6	-2,2	-3,5	-4,6	-3,7	687	-11,3
T2	103,2	-1,5	106,7	-2,0	-0,3	97,2	-0,8	-1,7	0,0	2,2	-3,0	-0,8	709	-7,2
T3	105,2	0,9	107,2	-1,6	-0,1	97,6	-0,3	-0,6	0,0	1,8	-2,7	-0,1	706	-2,0
2013 Juin	103,7	-0,7	106,4	-1,9	0,1	97,5	-0,7	0,1	-1,0	1,2	-3,7	-1,3	703	-0,1
Août	105,3	0,2	108,2	-1,9	0,0	98,0	-0,2	-0,6	0,1	3,5	-2,9	-0,4	708	-4,1
Septembre	106,5	3,2	106,9	-1,0	-0,2	97,4	0,0	-1,3	1,0	1,0	-1,4	1,5	706	-2,5
Octobre	104,2	0,6	106,6	-1,2	-0,6	97,0	-0,3	-0,3	-0,7	0,5	-1,7	0,6	723	4,2
Novembre	.	.	.	.	1,4	98,3	1,6	1,4	2,4	.	.	0,2	732	4,8
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>														
2013 Juin	-	-0,4	-	-0,4	0,5	-	0,5	1,1	0,4	0,0	0,3	-0,1	-	-1,3
Août	-	1,5	-	1,6	0,4	-	0,5	-0,2	0,5	1,1	0,2	-0,3	-	0,7
Septembre	-	1,1	-	-1,2	-0,7	-	-0,6	-1,0	0,0	-1,1	0,4	-0,3	-	-0,2
Octobre	-	-2,2	-	-0,3	-0,4	-	-0,4	0,5	-1,0	-1,6	-1,4	-0,6	-	2,4
Novembre	-	.	-	.	1,3	-	1,4	1,1	1,9	.	.	0,1	-	1,3

Sources : Eurostat sauf les colonnes 1 et 2 (qui représentent des statistiques empiriques de la BCE reposant sur des données nationales) et les colonnes 13 et 14 du tableau 4 (qui représentent les calculs de la BCE à partir de données de l'ACEA – Association des constructeurs européens d'automobiles)

1) Pour plus de détails, cf. G. J. de Bondt, H. C. Dieden, S. Muzikarova et I. Vincze, *Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders*, Occasional Paper n° 149 de la BCE, juin 2013

2) Les chiffres annuels et trimestriels correspondent à la moyenne des données mensuelles pour la période de référence.

5.2 Production et demande

 (soldes d'opinions ¹⁾, sauf indication contraire ; données cvs)

5. Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

	Indicateur du climat économique ²⁾ (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier				Taux d'utilisation des capacités de production ³⁾ (en %)	Indicateur de confiance des consommateurs				
		Indicateur de confiance des chefs d'entreprise					Total ⁴⁾	Situation financière attendue sur les 12 prochains mois	Évolution économique attendue sur les 12 prochains mois	Évolution attendue du chômage sur les 12 prochains mois	Capacité d'épargne attendue sur les 12 prochains mois
		Total ⁴⁾	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	101,1	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,1	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,0
2011	101,8	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,5	-7,4	-18,1	23,2	-9,1
2012	90,4	-11,7	-24,3	6,8	-4,0	78,6	-22,3	-11,2	-27,6	38,4	-12,0
2013							-18,8				
2012 T4	86,8	-15,4	-32,0	6,8	-7,4	77,4	-26,2	-12,9	-31,7	46,3	-13,7
2013 T1	90,1	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,7	-11,4	-27,3	42,6	-13,3
T2	89,8	-12,6	-30,9	6,1	-0,9	77,9	-20,9	-10,2	-24,9	35,9	-12,8
T3	94,9	-8,3	-24,9	4,5	4,4	78,4	-16,0	-8,0	-16,8	29,8	-9,3
T4							-14,5				
2013 Juillet	92,5	-10,6	-27,8	5,5	1,5	78,3	-17,4	-8,9	-20,9	30,4	-9,4
Août	95,3	-7,8	-23,8	4,4	4,6	-	-15,6	-8,0	-15,8	30,4	-8,2
Septembre	96,9	-6,6	-23,2	3,7	7,0	-	-14,9	-7,2	-13,6	28,6	-10,3
Octobre	97,7	-5,0	-21,2	3,3	9,4	78,4	-14,5	-7,2	-11,7	29,3	-9,6
Novembre	98,5	-3,9	-17,9	3,5	9,8	-	-15,4	-6,1	-13,5	31,4	-10,6
Décembre							-13,6				

	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction			Indicateur de confiance du commerce de détail				Indicateur de confiance dans le secteur des services			
	Total ⁴⁾	Carnets de commande	Prévisions relatives à l'emploi	Total ⁴⁾	Climat des affaires actuel	Volume des stocks	Climat des affaires attendu	Total ⁴⁾	Climat des affaires	Évolution de la demande sur les derniers mois	Évolution attendue de la demande durant les prochains mois
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-16,1	-21,2	-18,0	-9,3
2010	-28,7	-39,4	-18,2	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,0	1,5	3,1	7,3
2011	-26,2	-33,9	-18,5	-5,4	-5,6	11,1	0,6	5,3	2,2	5,3	8,3
2012	-28,4	-34,9	-22,0	-15,2	-18,9	14,2	-12,6	-6,9	-11,9	-7,8	-1,1
2012 T3	-29,4	-36,6	-22,2	-16,8	-21,8	14,5	-14,1	-10,6	-15,8	-11,7	-4,2
T4	-32,7	-40,2	-25,2	-16,0	-21,3	11,4	-15,4	-11,1	-15,4	-13,0	-5,0
2013 T1	-29,1	-37,0	-21,2	-16,2	-24,4	10,7	-13,6	-7,8	-12,7	-9,0	-1,8
T2	-31,9	-38,8	-24,9	-16,6	-24,7	11,1	-13,9	-10,0	-14,6	-13,4	-2,0
T3	-31,5	-40,1	-22,9	-10,5	-16,7	8,6	-6,1	-5,4	-8,2	-8,7	0,8
2013 Juin	-31,5	-38,0	-25,1	-14,6	-21,9	10,2	-11,6	-9,6	-14,7	-12,5	-1,5
Juillet	-32,6	-41,3	-23,8	-14,0	-21,1	10,3	-10,4	-7,8	-11,6	-10,4	-1,3
Août	-33,2	-41,9	-24,6	-10,6	-17,8	8,3	-5,6	-5,2	-7,6	-8,4	0,5
Septembre	-28,8	-37,2	-20,3	-6,9	-11,3	7,1	-2,3	-3,2	-5,5	-7,3	3,1
Octobre	-29,7	-39,5	-20,0	-7,8	-11,4	5,5	-6,5	-3,7	-6,7	-7,0	2,6
Novembre	-30,6	-39,8	-21,4	-7,7	-11,2	7,7	-4,1	-0,8	-4,0	-2,7	4,5

Source : Commission européenne (DG Affaires économiques et financières)

- Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives
- L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans les secteurs des services, de la construction et du commerce de détail ; l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise a une pondération de 40 %, celui dans le secteur des services de 30 %, celui des consommateurs de 20 % et les deux autres de 5 % chacun. Les valeurs de l'indicateur du climat économique supérieures (inférieures) à 100 indiquent une confiance supérieure (inférieure) à la moyenne calculée pour la période à partir de 1990.
- Les données sont recueillies chaque année en janvier, avril, juillet et octobre. Les données trimestrielles correspondent à la moyenne de deux enquêtes successives. Les données annuelles sont calculées à partir de moyennes trimestrielles.
- Les indicateurs de confiance sont calculés comme de simples moyennes des composantes présentées ; l'évaluation des stocks (colonnes 4 et 17) et du chômage (colonne 10) donne lieu à une inversion de signe pour le calcul des indicateurs de confiance.

5.3 Marché du travail ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

1. Emploi

	Par statut			Par activité économique									
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2012	146 198	124 956	21 242	4 975	22 961	9 484	35 933	4 044	4 059	1 282	18 260	34 387	10 812
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2012	100,0	85,5	14,5	3,4	15,7	6,5	24,6	2,8	2,8	0,9	12,5	23,5	7,4
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2010	-0,5	-0,5	-0,4	-1,0	-2,9	-3,9	-0,5	-1,7	-1,0	0,1	2,0	1,0	0,6
2011	0,3	0,3	-0,2	-2,0	0,1	-3,8	0,7	1,2	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1
2012	-0,7	-0,8	-0,1	-1,9	-1,0	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,7
2012 T4	-0,7	-0,9	-0,1	-2,1	-1,4	-5,0	-1,0	1,6	-0,9	-1,1	0,5	-0,2	1,3
2013 T1	-1,0	-1,0	-1,1	-2,9	-1,6	-5,6	-1,2	0,5	-1,1	-1,6	0,2	-0,2	0,5
T2	-1,0	-1,0	-0,6	-1,4	-1,5	-6,1	-1,0	0,2	-1,0	-2,1	0,4	-0,3	0,3
T3	-0,8	-0,9	-0,5	-0,8	-1,6	-4,5	-0,8	0,5	-0,4	-0,4	0,0	-0,2	-0,1
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2012 T4	-0,3	-0,4	0,0	-0,8	-0,5	-1,6	-0,4	0,8	-0,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,1
2013 T1	-0,4	-0,5	-0,4	-1,5	-0,4	-1,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-0,6	-0,2	0,0
T2	0,0	-0,1	0,1	1,8	-0,4	-1,0	0,0	0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,2	-0,1
T3	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1
Heures travaillées													
<i>niveaux (en millions)</i>													
2012	229 673	184 775	44 897	9 933	36 043	16 503	59 738	6 484	6 394	1 970	28 440	48 981	15 184
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2012	100,0	80,5	19,5	4,3	15,7	7,2	26,0	2,8	2,8	0,9	12,4	21,3	6,6
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2010	0,0	0,1	-0,4	-1,2	-0,4	-4,0	-0,3	-0,9	-0,5	1,2	2,7	0,9	0,3
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,1	0,8	-3,9	0,5	1,4	-0,3	1,4	2,7	0,5	0,1
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,8	-2,1	-6,1	-1,6	0,5	-0,8	-1,2	0,4	-0,5	-0,1
2012 T4	-1,6	-1,5	-1,7	-2,7	-2,6	-6,2	-2,0	0,9	-1,7	-2,2	-0,2	-0,1	0,2
2013 T1	-2,3	-2,4	-2,1	-2,9	-3,5	-8,1	-2,1	-0,2	-2,2	-2,2	-0,9	-1,0	-1,2
T2	-0,8	-0,9	-0,4	-1,0	-0,6	-5,3	-0,9	0,4	-1,0	-1,7	0,2	-0,2	-0,4
T3	-0,9	-0,8	-1,0	-0,9	-0,6	-4,3	-0,9	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,3	-0,9
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2012 T4	-0,7	-0,6	-1,1	-0,8	-0,7	-1,9	-1,0	0,0	-0,7	-1,2	-0,8	0,2	-0,8
2013 T1	-1,0	-1,0	-0,7	-0,4	-1,2	-2,4	-0,8	-0,1	-0,2	-0,2	-1,0	-0,9	-0,5
T2	0,7	0,7	0,8	0,8	1,4	0,6	0,8	0,3	0,4	1,0	0,8	0,4	-0,1
T3	0,1	0,1	0,0	-0,5	-0,1	-0,6	0,3	-0,4	0,1	-0,3	0,4	0,1	0,4
Heures travaillées par personne employée													
<i>niveaux (en milliers)</i>													
2012	1 571	1 479	2 114	1 997	1 570	1 740	1 662	1 603	1 575	1 538	1 558	1 424	1 404
<i>variation annuelle en pourcentage</i>													
2010	0,5	0,6	0,0	-0,3	2,5	-0,1	0,2	0,8	0,5	1,1	0,8	0,0	-0,3
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,1	0,7	-0,1	-0,2	0,2	0,1	0,8	0,2	0,2	0,0
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8
2012 T4	-0,8	-0,7	-1,6	-0,7	-1,2	-1,2	-1,0	-0,7	-0,9	-1,1	-0,6	0,1	-1,1
2013 T1	-1,3	-1,4	-1,0	0,0	-2,0	-2,7	-0,9	-0,6	-1,1	-0,6	-1,1	-0,8	-1,7
T2	0,1	0,1	0,2	0,4	0,9	0,8	0,1	0,2	0,0	0,3	-0,2	0,1	-0,7
T3	-0,1	0,0	-0,5	-0,1	1,0	0,1	-0,1	-0,8	0,0	-0,2	-0,6	-0,1	-0,8
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>													
2012 T4	-0,4	-0,2	-1,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,7	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	0,1	-0,7
2013 T1	-0,5	-0,6	-0,3	1,1	-0,8	-0,8	-0,4	0,1	-0,2	0,5	-0,4	-0,8	-0,5
T2	0,7	0,7	0,7	-1,0	1,8	1,6	0,8	0,2	0,5	0,5	0,3	0,6	0,0
T3	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,3	-0,3	0,2	-0,3	0,2	-0,7	0,0	0,0	0,4

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

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC95.

5.3 Marché du travail

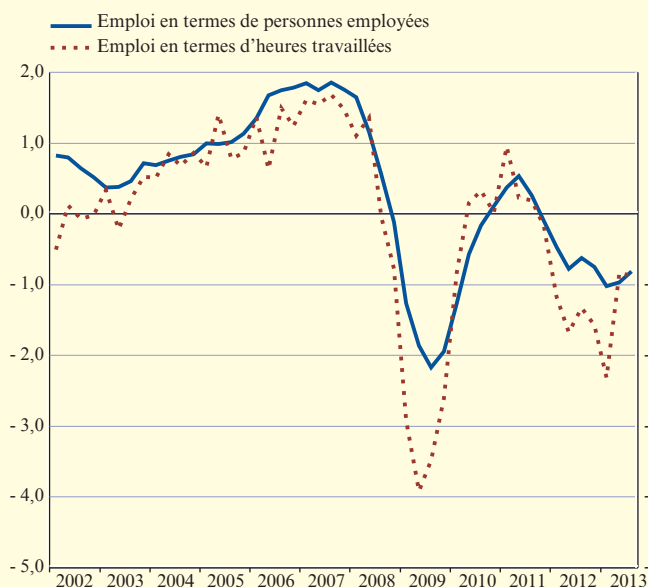
(données cvs, sauf indication contraire)

2. Chômage et taux d'emplois vacants ¹⁾

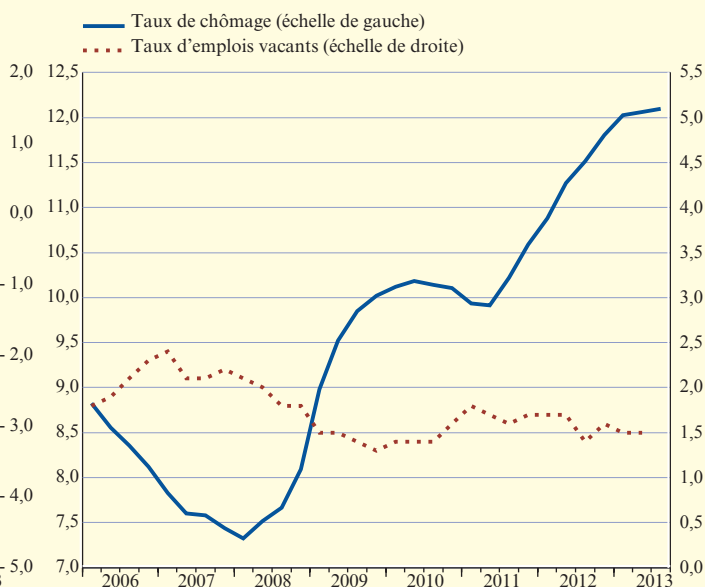
	Chômage										Taux d'emplois vacants ²⁾
	Total		Par âge ³⁾				Par sexe ⁴⁾				
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
			Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	
% du total en 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009	15,052	9,6	11,767	8,4	3,286	20,3	8,145	9,4	6,907	9,8	1,4
2010	15,934	10,1	12,657	8,9	3,277	20,9	8,603	10,0	7,331	10,3	1,5
2011	16,030	10,2	12,826	9,0	3,205	20,9	8,540	9,9	7,490	10,5	1,7
2012	18,060	11,4	14,578	10,1	3,481	23,1	9,693	11,2	8,367	11,6	1,6
2012 T3	18,318	11,5	14,791	10,3	3,526	23,5	9,833	11,4	8,484	11,7	1,4
T4	18,774	11,8	15,204	10,6	3,570	23,8	10,060	11,6	8,714	12,0	1,6
2013 T1	19,107	12,0	15,532	10,8	3,574	24,0	10,262	11,9	8,845	12,2	1,5
T2	19,186	12,1	15,656	10,9	3,530	23,9	10,303	11,9	8,883	12,2	1,5
T3	19,253	12,1	15,728	10,9	3,525	24,0	10,402	12,1	8,850	12,2	.
2013 Juin	19,187	12,1	15,665	10,9	3,522	23,9	10,331	12,0	8,855	12,2	-
Juillet	19,205	12,1	15,694	10,9	3,511	23,9	10,370	12,0	8,835	12,1	-
Août	19,252	12,1	15,738	10,9	3,514	23,9	10,409	12,1	8,843	12,1	-
Septembre	19,301	12,1	15,752	10,9	3,549	24,1	10,427	12,1	8,873	12,2	-
Octobre	19,237	12,1	15,668	10,9	3,569	24,2	10,399	12,1	8,838	12,1	-
Novembre	19,241	12,1	15,666	10,9	3,575	24,2	10,429	12,1	8,812	12,1	-

G28 Emploi – Personnes employées et heures travaillées

(variations annuelles en pourcentage)



G29 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)

1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes									Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires ²⁾	
		Impôts directs			Impôts indirects		Cotisations sociales			Cessions	Impôts en capital			
		Ménages	Sociétés	Perçus par les institutions de l'UE	Employeurs	Salariés								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,8
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,9	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,6	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6
2010	44,8	44,6	11,6	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,5
2011	45,4	45,0	11,9	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,6	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,7	2,6	0,2	0,3	41,8

2. Zone euro – dépenses

	Total	Dépenses courantes							Dépenses en capital			Pour mémoire : dépenses primaires ³⁾		
		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Subventions		Investissements	Transferts en capital	Effectués par les institutions de l'UE			
							Préstations sociales	Versées par les institutions de l'UE						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,0
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,1	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	46,0	10,6	5,5	3,0	26,8	23,9	1,7	0,4	3,5	2,3	1,2	0,0	46,5
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,1	24,3	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8

3. Zone euro – déficit/excédent, déficit/excédent primaire et consommation des administrations publiques

	Total	Déficit (-)/excédent (+)					Déficit (-)/ excédent (+) primaire	Consommation des administrations publiques ⁴⁾						Consommation collective	Consommation individuelle
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	Total		Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Transferts en nature du secteur productif	Consommation de capital fixe	Cessions (négatif)			
													7			8	9	10	11	12	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3	
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5	
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5	
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	1,9	2,3	8,0	12,7	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,8	
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,1	10,9	5,7	5,9	2,1	2,6	8,4	13,6	
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,4	
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4	

4. Pays de la zone euro – déficit (-)/excédent (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,7	-15,7	-11,1	-7,5	-5,5	-6,1	-9,8	-0,7	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,3	-8,0	-2,5
2010	-3,7	-4,2	0,2	-30,6	-10,7	-9,6	-7,1	-4,5	-5,3	-8,1	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,1	-13,1	-9,5	-9,6	-5,3	-3,8	-6,3	-3,6	0,1	-2,8	-4,3	-2,5	-4,3	-6,3	-5,1	-0,7
2012	-4,0	0,1	-0,2	-8,2	-9,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,4	-1,3	-0,6	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-3,8	-4,5	-1,8

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives au déficit/à l'excédent des pays

1) Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations faisant intervenir le budget de l'UE sont incluses et consolidées. Les opérations entre administrations des États membres ne sont pas consolidées.

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

3) Comprend les dépenses totales moins le service de la dette.

4) Correspond aux dépenses de consommation finale (P.3) des administrations publiques dans le SEC 95

5) Y compris les règlements opérés dans le cadre de swaps et de contrats de garantie de taux

6.2 Dette ¹⁾
(en pourcentage du PIB)

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

	Total	Instruments financiers				Secteurs détenteurs				
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents ²⁾				Autres créanciers ³⁾
						Total	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3	40,5	24,4	10,6	5,6	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,7	24,5	11,4	6,8	44,6
2012	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0	45,6	26,5	12,6	6,5	45,1

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

	Total	Émis par ⁴⁾				Échéance			Durée résiduelle			Devises	
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	≤ à 1 an	> à 1 an	Taux d'intérêt variable	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,7	55,4	6,5	5,3	1,4	7,3	61,4	4,3	14,3	24,2	30,1	68,0	0,7
2007	66,4	53,5	6,3	5,3	1,4	7,1	59,2	4,2	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,2	56,9	6,7	5,3	1,3	10,0	60,2	4,9	17,7	23,5	29,1	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	68,0	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,4	69,3	8,4	5,9	1,9	13,0	72,4	5,1	21,2	29,3	34,9	84,2	1,2
2011	87,3	70,7	8,5	5,9	2,2	12,6	74,7	6,1	20,8	30,4	36,1	85,6	1,7
2012	90,6	73,6	8,8	6,0	2,3	11,7	78,9	7,3	20,0	32,2	38,4	88,7	2,0

3. Pays de la zone euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2009	95,7	74,5	7,1	64,4	129,7	54,0	79,2	116,4	58,5	36,9	15,5	66,5	60,8	69,2	83,7	35,2	35,6	43,5
2010	95,7	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,4	119,3	61,3	44,4	19,5	66,8	63,4	72,3	94,0	38,7	41,0	48,7
2011	98,0	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	85,8	120,7	71,5	41,9	18,7	69,5	65,7	72,8	108,2	47,1	43,4	49,2
2012	99,8	81,0	9,8	117,4	156,9	86,0	90,2	127,0	86,6	40,6	21,7	71,3	71,3	74,0	124,1	54,4	52,4	53,6

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives à la dette des différents pays

- 1) Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les différents secteurs. Les avoirs des administrations publiques non résidentes ne sont pas consolidés. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés. Les données sont en partie des estimations.
- 2) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 3) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 4) Hors dette émise par l'administration d'un État et détenue par les APU de cet État

6.3 Variation de la dette ¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – par origine, instruments financiers et secteurs détenteurs

	Total	Origine de la variation			Instruments financiers				Secteurs détenteurs			Autres créanciers ⁶⁾
		Besoin de financement ²⁾	Effets de valorisation ³⁾	Autres variations de volume ⁴⁾	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers nationaux ⁵⁾	IFM	Autres institutions financières	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,6	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,3	0,8	1,1	0,9
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,2	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7

2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/excédent (+)	Ajustement dette-déficit ⁷⁾										Autres ⁸⁾	
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques						Effets de valorisation	Effets de volume			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres ⁹⁾	Actions et autres titres de participation	Privatisations					Dotations en capital	Effets liés aux taux de change
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,3	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	3,9	-3,7	0,2	1,3	0,2	0,5	0,0	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,3

Source : BCE

- 1) Les données sont en partie des estimations. La variation annuelle de la dette nominale brute consolidée est exprimée en pourcentage du PIB, soit $[dette(t) - dette(t-1)] / PIB(t)$. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.
- 2) Le besoin de financement est, par définition, égal au flux de la dette.
- 3) Comprend, outre l'incidence des mouvements de taux de change, les effets liés à l'évaluation en valeur nominale (par exemple, primes d'émissions ou décotes par rapport au nominal).
- 4) Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances.
- 5) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette
- 6) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 7) Écart entre la variation annuelle de la dette nominale brute consolidée et le déficit en pourcentage du PIB
- 8) Comprend principalement les opérations sur d'autres actifs et passifs (crédits commerciaux, autres comptes à recevoir/comptes à payer et produits financiers dérivés).
- 9) Hors produits financiers dérivés

6.4 Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels ¹⁾
(en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – recettes trimestrielles

		Total	Recettes courantes					Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires ²⁾	
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales	Cessions	Revenus de la propriété	Impôts en capital			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	T2	45,8	45,3	13,1	12,9	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,2
	T3	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
	T4	49,2	48,6	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008	T1	42,4	42,1	10,9	12,3	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
	T2	45,3	44,9	12,9	12,3	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
	T3	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
	T4	48,7	48,2	13,9	13,4	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009	T1	42,5	42,4	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,3
	T2	45,3	44,8	11,9	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
	T3	42,9	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
	T4	48,6	47,8	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,5
2010	T1	42,5	42,3	10,2	12,3	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,3
	T2	45,2	44,8	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
	T3	43,1	42,8	10,9	12,5	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
	T4	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,1
2011	T1	43,1	42,9	10,7	12,6	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,9
	T2	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
	T3	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,6
	T4	49,0	48,0	13,4	13,2	16,7	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012	T1	43,7	43,4	11,0	12,8	15,4	2,5	1,0	0,3	0,2	39,4
	T2	46,3	45,9	12,6	12,8	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,4
	T3	44,7	44,3	11,9	12,7	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
	T4	50,2	49,5	14,1	13,6	17,0	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013	T1	44,0	43,8	11,2	12,6	15,7	2,5	1,0	0,2	0,3	39,7
	T2	47,3	46,8	13,2	12,9	15,7	2,6	1,4	0,5	0,4	42,3

2. Zone euro – dépenses et déficit/excédent trimestriels

		Total	Dépenses courantes						Dépenses en capital		Déficit (-)/ Excédent (+)	Déficit (-)/ excédent (+) primaire		
			Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants		Investissements	Transferts en capital				
							Prestations sociales	Subventions						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	T2	45,0	41,6	10,0	4,8	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
	T3	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,6	1,2	3,6	2,6	0,9	-0,9	1,9
	T4	49,3	44,7	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,9
2008	T1	45,4	41,8	9,9	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,0	0,0
	T2	46,0	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
	T3	45,7	42,0	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,3	0,6
	T4	51,3	46,7	11,2	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,6	-2,6	0,3
2009	T1	49,3	45,5	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-6,8	-4,0
	T2	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
	T3	50,0	46,0	10,5	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
	T4	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,5	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010	T1	50,5	46,5	10,8	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,6	-8,0	-5,3
	T2	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,4	-1,4
	T3	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,9	23,2	1,3	5,2	2,6	2,7	-4,7	-4,7
	T4	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,8	23,7	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,1	-2,2
2011	T1	48,5	45,4	10,4	4,9	2,9	27,1	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,4	-2,5
	T2	48,6	45,3	10,6	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,2	0,0
	T3	48,0	44,5	10,0	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,4
	T4	52,8	48,7	11,2	6,6	3,2	27,7	23,7	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,7	-0,5
2012	T1	48,1	45,4	10,3	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,4	-1,5
	T2	49,1	45,8	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,5
	T3	48,4	44,9	10,0	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,6	2,2	1,3	-3,7	-0,8
	T4	53,9	48,9	11,0	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,1	2,3	2,8	-3,8	-0,6
2013	T1	48,9	46,2	10,4	4,9	2,8	28,0	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,9	-2,1
	T2	49,6	46,1	10,5	5,3	3,2	27,2	23,6	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,3	0,9

Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales

- 1) Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations entre le budget de l'UE et les entités n'appartenant pas au secteur des administrations publiques ne sont pas incluses. Autrement, et hormis les différents délais de transmission des données, les données trimestrielles sont cohérentes avec les données annuelles.
- 2) Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

6.5 Dette trimestrielle et variation de la dette ¹⁾ (en pourcentage du PIB)

1. Zone euro – dette au sens de Maastricht par instruments financiers

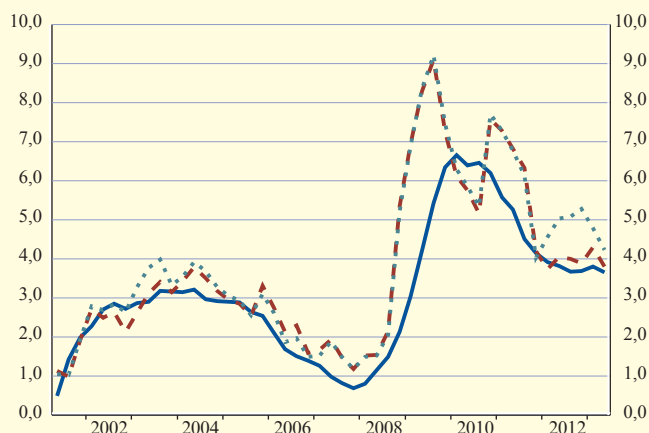
	Total	Instruments financiers			
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme
	1	2	3	4	5
2010 T3	83,0	2,4	13,4	7,9	59,3
T4	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3
2011 T1	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2
T2	87,2	2,4	14,9	7,5	62,3
T3	86,8	2,4	15,1	7,8	61,4
T4	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1
2012 T1	88,2	2,5	15,8	7,6	62,4
T2	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4
T3	90,0	2,5	16,5	7,2	63,7
T4	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0
2013 T1	92,3	2,6	16,9	7,1	65,8
T2	93,4	2,5	16,9	6,9	67,1

2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/ excédent (+)	Ajustement dette-déficit							Autres	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques					Effets de valorisation et autres variations en volume		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres	Actions et autres titres de participation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010 T3	2,8	-7,4	-4,6	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,1	0,0	-1,7	2,8
T4	11,6	-5,1	6,5	5,7	-0,4	1,7	4,4	0,0	0,0	0,8	11,6
2011 T1	6,9	-5,4	1,5	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,6	6,7
T2	5,9	-3,2	2,7	2,5	2,8	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,0	5,8
T3	0,9	-4,3	-3,4	-3,7	-3,6	-0,5	0,2	0,2	0,5	-0,2	0,4
T4	3,2	-3,7	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	3,4
2012 T1	5,0	-4,4	0,5	3,5	4,2	-0,1	-0,6	0,0	-3,8	0,8	8,7
T2	7,1	-2,9	4,3	4,0	1,6	1,0	0,6	0,7	-0,5	0,9	7,7
T3	0,7	-3,7	-3,0	-2,0	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,1	-1,0	0,6
T4	2,8	-3,8	-1,0	-0,3	-2,7	0,5	0,4	1,5	-1,3	0,7	4,1
2013 T1	6,6	-4,9	1,8	1,8	1,4	0,1	-0,2	0,5	-0,1	0,0	6,7
T2	5,2	-2,3	2,9	3,7	3,1	0,8	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	5,5

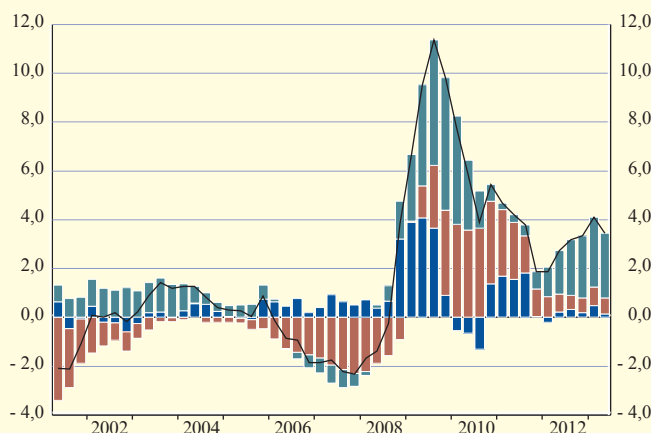
G30 Déficit, besoin de financement et variation de la dette (somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)

— Déficit
- - - Variation de la dette
... Besoin de financement



G31 Dette au sens de Maastricht (variation annuelle du ratio dette/PIB et des facteurs sous-jacents)

■ Ajustement dette-déficit
■ Déficit/excédent primaire
■ Écart croissance/taux d'intérêt
— Variation du ratio dette/PIB



Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales

1) Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.

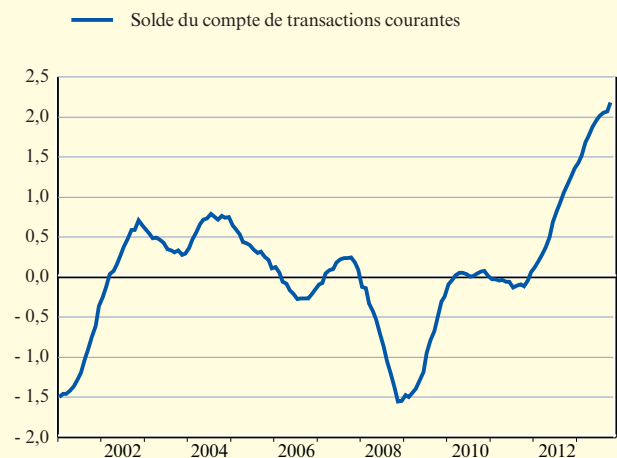


BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

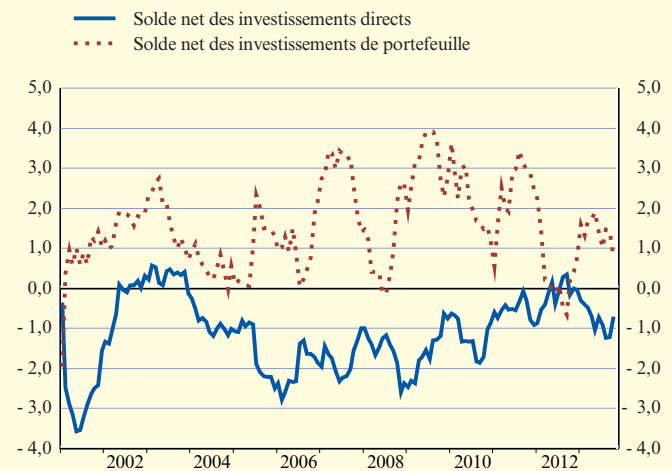
7.1 État récapitulatif de la balance des paiements ¹⁾ (flux nets en milliards d'euros)

	Compte de transactions courantes					Compte de capital	Capacité/ besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (colonnes 1 + 6)	Compte financier						Erreurs et omissions
	Total	Biens	Services	Revenus	Transferts courants			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Produits financiers dérivés	Autres investissements	Avoirs de réserve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	5,3	15,6	60,4	38,0	-108,7	5,5	10,8	6,0	-79,0	109,2	10,3	-24,0	-10,5	-16,8
2011	8,2	2,3	72,7	39,4	-106,3	11,0	19,2	-44,2	-85,8	231,1	-5,3	-173,9	-10,3	25,0
2012	126,2	94,9	88,7	49,3	-106,8	5,0	131,2	-140,9	-3,6	72,3	3,4	-199,2	-13,9	9,8
2012 T3	43,5	29,8	25,5	17,4	-29,3	3,8	47,2	-39,7	30,9	-22,7	-2,9	-45,0	-0,1	-7,5
T4	61,9	35,0	22,1	18,7	-14,0	6,3	68,2	-100,2	-27,6	72,9	25,4	-168,1	-2,8	32,0
2013 T1	24,6	30,7	17,5	18,5	-42,1	1,8	26,4	-25,1	-24,0	16,5	8,4	-26,0	0,0	-1,2
T2	52,8	52,1	28,6	3,8	-31,7	5,3	58,1	-56,3	-48,7	67,1	2,4	-75,9	-1,1	-1,8
T3	53,8	41,7	30,1	13,8	-31,9	4,2	58,0	-60,5	-16,6	-19,1	9,7	-31,8	-2,9	2,5
2012 Octobre	13,7	10,5	7,0	5,0	-8,8	2,3	16,0	-27,1	-50,5	59,8	9,8	-43,5	-2,6	11,1
Novembre	20,9	13,4	5,6	6,7	-4,8	2,2	23,1	-34,5	19,2	17,4	6,2	-76,3	-1,0	11,4
Décembre	27,3	11,1	9,6	7,0	-0,4	1,7	29,1	-38,5	3,8	-4,3	9,5	-48,3	0,8	9,5
2013 Janvier	-6,8	-2,7	4,5	4,7	-13,3	0,1	-6,7	4,7	-10,9	26,9	4,6	-11,1	-4,8	2,0
Février	9,0	11,2	5,9	7,7	-15,9	1,1	10,1	-11,1	2,2	-13,9	2,7	-4,6	2,6	0,9
Mars	22,4	22,2	7,1	6,1	-13,0	0,5	22,9	-18,8	-15,3	3,6	1,1	-10,4	2,3	-4,2
Avril	13,9	16,4	7,9	0,6	-11,1	1,8	15,7	-18,4	-12,2	-0,2	-5,6	-0,5	0,0	2,8
Mai	9,9	17,2	8,5	-5,8	-10,0	2,5	12,4	-11,9	-15,9	38,7	-7,3	-26,9	-0,6	-0,5
Juin	29,1	18,5	12,2	9,0	-10,6	1,0	30,1	-26,0	-20,7	28,6	15,3	-48,6	-0,6	-4,1
Juillet	26,1	19,7	11,4	4,5	-9,5	2,3	28,4	-29,6	-2,9	-41,5	-0,7	15,1	0,3	1,2
Août	12,4	8,3	8,0	7,6	-11,4	1,4	13,8	-13,9	-7,2	24,5	7,0	-36,3	-2,0	0,1
Septembre	15,2	13,7	10,7	1,8	-11,0	0,5	15,8	-17,0	-6,5	-2,1	3,4	-10,6	-1,2	1,2
Octobre	26,2	19,6	9,2	6,1	-8,7	2,3	28,5	-25,6	-1,9	-4,8	2,9	-22,6	0,9	-2,9
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2013 Octobre	205,7	168,6	100,7	55,9	-119,5	17,5	223,2	-240,6	-68,2	73,0	38,9	-281,0	-3,4	17,5
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2013 Octobre	2,2	1,8	1,1	0,6	-1,3	0,2	2,3	-2,5	-0,7	0,8	0,4	-2,9	0,0	0,2

G32 Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes (données cvs ; flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



G33 Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille (flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE

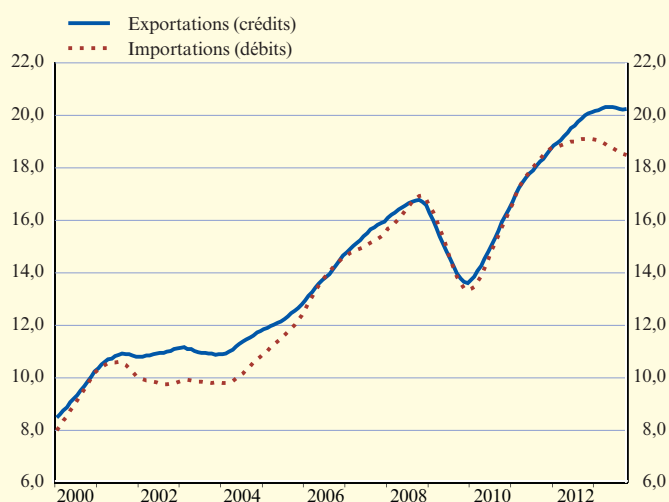
1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.

7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

1. État récapitulatif du compte de transactions courantes et du compte de capital

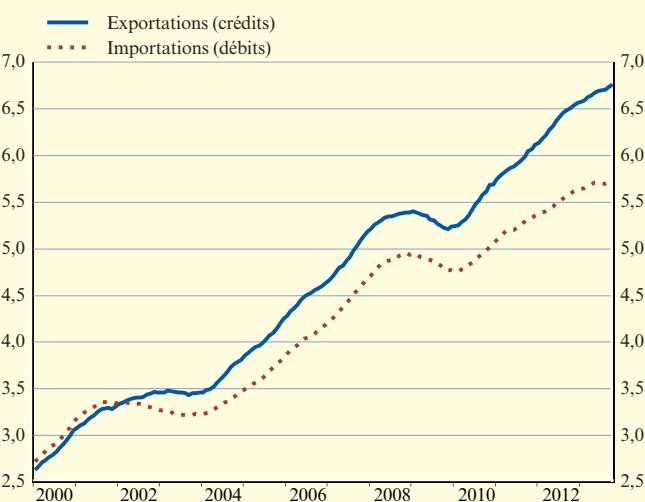
	Compte de transactions courantes										Compte de capital				
	Total			Biens		Services		Revenus		Transferts courants			Crédit	Débit	
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Transferts de fonds des travailleurs migrants 11	12	Transferts de fonds des travailleurs migrants 13	14	15	
2010	2 706,4	2 701,1	5,3	1 576,1	1 560,5	544,4	484,0	497,8	459,7	88,2	6,3	197,0	26,3	20,2	14,7
2011	3 018,1	3 009,9	8,2	1 789,1	1 786,7	584,3	511,6	549,9	510,5	94,8	6,5	201,1	27,2	25,2	14,2
2012	3 179,0	3 052,7	126,2	1 919,5	1 824,6	626,6	537,9	535,5	486,1	97,3	6,8	204,1	26,0	28,8	23,8
2012 T3	796,2	752,7	43,5	480,7	450,9	166,9	141,3	131,4	114,0	17,2	1,9	46,4	6,6	6,9	3,2
T4	816,5	754,6	61,9	489,5	454,5	161,8	139,7	131,9	113,1	33,3	1,7	47,3	6,7	10,7	4,5
2013 T1	765,2	740,6	24,6	470,6	439,9	144,9	127,3	122,0	103,5	27,8	1,6	69,9	5,9	5,9	4,2
T2	808,9	756,1	52,8	489,7	437,6	164,1	135,5	135,2	131,4	19,8	1,9	51,5	6,2	7,6	2,2
T3	792,7	739,0	53,8	477,9	436,2	171,8	141,7	124,2	110,4	18,8	.	50,7	.	6,3	2,0
2013 Août	248,3	235,9	12,4	147,7	139,4	55,0	47,0	40,6	33,0	5,0	-	16,4	-	2,1	0,7
Septembre	267,6	252,4	15,2	162,1	148,4	58,3	47,6	41,2	39,4	6,0	-	17,0	-	1,1	0,6
Octobre	277,4	251,1	26,2	176,5	156,9	56,3	47,1	38,5	32,4	6,1	-	14,8	-	2,8	0,6
	<i>données cvs</i>														
2013 T1	793,9	743,5	50,4	483,4	442,6	158,2	134,3	127,0	112,3	25,3	-	54,4	-	-	-
T2	801,4	743,2	58,2	486,0	437,5	163,2	138,0	127,8	113,4	24,4	-	54,2	-	-	-
T3	792,2	743,9	48,3	477,1	437,5	162,3	136,1	127,2	115,6	25,7	-	54,7	-	-	-
2013 Août	264,9	247,0	17,9	160,5	145,7	53,6	45,4	42,7	37,9	8,2	-	17,9	-	-	-
Septembre	267,3	252,4	14,9	161,5	147,7	55,7	46,9	41,7	39,2	8,4	-	18,6	-	-	-
Octobre	265,8	244,1	21,8	163,2	146,2	54,5	45,0	40,7	35,9	7,5	-	16,9	-	-	-
	<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2013 Octobre	3 187,0	2 978,7	208,3	1 932,1	1 764,2	644,8	544,5	510,5	455,0	99,5	-	215,0	-	-	-
	<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2013 Octobre	33,4	31,2	2,2	20,3	18,5	6,8	5,7	5,4	4,8	1,0	-	2,3	-	-	-

G34 Balance des paiements de la zone euro : biens (données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE

G35 Balance des paiements de la zone euro : services (données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital
(en milliards d'euros)

2. Revenus

(flux)

	Rémunération des salariés		Revenus d'investissements													
	Crédit	Débit	Total		Investissements directs						Investissements de portefeuille				Autres investissements	
			Crédit	Débit	Actions			Titres de créance			Actions		Titres de créance		Crédit	Débit
					Crédit	Débit	Bénéfices réinvestis	Crédit	Débit	Bénéfices réinvestis	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	25,1	12,4	472,7	447,4	247,2	47,2	153,6	46,0	23,4	24,3	28,8	83,8	95,7	120,9	77,6	64,7
2011	27,2	12,8	522,7	497,7	271,9	38,1	171,6	58,4	40,3	35,0	36,2	98,5	97,3	124,3	77,1	68,2
2012	28,8	13,2	506,7	472,9	251,5	49,7	155,4	16,2	44,4	38,2	43,0	104,0	99,2	117,1	68,6	58,2
2012 T2	7,1	3,5	137,0	139,7	67,6	2,3	41,2	4,0	10,9	9,2	16,1	46,0	24,8	28,5	17,5	14,8
T3	7,1	3,9	124,3	110,1	61,1	17,4	37,7	12,4	11,3	9,0	10,0	20,4	25,2	29,2	16,7	13,8
T4	7,5	3,3	124,3	109,8	64,0	6,2	37,5	-15,0	11,5	10,4	8,0	20,3	24,8	27,9	16,1	13,7
2013 T1	7,1	2,5	114,9	101,0	57,4	24,1	34,3	15,4	9,9	7,9	7,5	17,5	24,6	28,6	15,4	12,6
T2	7,3	3,3	127,9	128,1	63,1	3,3	34,6	3,0	10,0	7,5	14,5	45,2	25,1	28,3	15,2	12,5

3. Ventilation géographique

(flux cumulés)

	Total	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro						Brésil	Canada	Chine	Inde	Japon	Russie	Suisse	États-Unis	Autres pays
		Total	Dane-mark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE ¹⁾	Institutions de l'UE									
T3 2012 à T2 2013	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Crédit																
Compte de transactions courantes	3 186,7	1 002,6	54,7	96,6	476,0	312,8	62,6	64,9	46,1	152,5	39,6	69,3	126,2	251,0	426,1	1 008,5
Biens	1 930,5	596,2	35,4	57,6	257,5	245,6	0,2	33,7	23,8	116,9	29,3	44,1	90,1	133,6	225,9	636,8
Services	637,7	194,1	12,5	19,1	119,8	36,0	6,7	10,8	10,7	22,6	7,7	15,0	21,0	61,0	96,3	198,5
Revenus	520,5	149,0	5,8	17,7	87,2	28,0	10,1	19,9	10,9	12,3	2,4	9,4	14,5	46,9	97,8	157,5
Revenus d'investissements	491,4	141,3	5,0	17,6	85,7	27,2	5,8	19,9	10,8	12,2	2,4	9,3	14,4	31,7	96,3	153,0
Transferts courants	98,1	63,3	1,0	2,2	11,4	3,2	45,6	0,4	0,8	0,7	0,2	0,8	0,6	9,5	6,0	15,6
Compte de capital	31,2	27,2	0,0	0,0	1,9	0,6	24,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,9	0,4	2,3
Débit																
Compte de transactions courantes	3 003,9	949,0	53,6	92,0	409,3	281,1	113,0	41,6	28,9	-	35,4	93,0	155,5	211,4	395,3	-
Biens	1 782,9	506,8	30,0	51,1	199,5	226,2	0,0	27,6	13,8	197,5	26,6	44,9	137,8	106,5	149,4	572,1
Services	543,9	157,1	9,1	15,2	92,5	40,0	0,3	5,4	7,2	15,5	7,0	9,7	11,2	49,4	110,2	171,0
Revenus	462,1	156,2	13,3	23,9	104,9	9,5	4,6	7,3	5,8	-	0,9	37,8	5,5	45,8	129,5	-
Revenus d'investissements	449,0	149,3	13,2	23,8	103,4	4,3	4,6	7,2	5,6	-	0,7	37,6	5,4	45,4	128,5	-
Transferts courants	215,1	128,9	1,2	1,8	12,4	5,4	108,1	1,3	2,0	3,6	1,0	0,7	1,0	9,7	6,2	60,7
Compte de capital	14,0	4,0	0,1	0,1	3,2	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	7,1
Net																
Compte de transactions courantes	182,8	53,5	1,1	4,6	66,6	31,7	-50,4	23,3	17,3	-	4,2	-23,8	-29,3	39,6	30,8	-
Biens	147,6	89,4	5,4	6,5	58,0	19,4	0,2	6,1	9,9	-80,5	2,8	-0,8	-47,7	27,1	76,5	64,8
Services	93,8	37,0	3,4	3,8	27,4	-4,0	6,4	5,4	3,4	7,1	0,7	5,3	9,8	11,5	-13,9	27,4
Revenus	58,4	-7,3	-7,4	-6,2	-17,6	18,5	5,5	12,7	5,1	-	1,5	-28,4	9,0	1,1	-31,7	-
Revenus d'investissements	42,4	-8,1	-8,1	-6,2	-17,8	22,9	1,2	12,7	5,2	-	1,6	-28,2	9,0	-13,7	-32,2	-
Transferts courants	-117,0	-65,6	-0,3	0,4	-1,1	-2,2	-62,5	-0,8	-1,2	-2,9	-0,8	0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-45,1
Compte de capital	17,1	23,2	0,0	0,0	-1,3	0,1	24,5	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,3	-0,9	-4,8

Source : BCE

1) à l'exception de la Croatie

7.3 Compte financier

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

1. État récapitulatif du compte financier

	Total ¹⁾			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés nets	Autres investissements		Avoirs de réserve
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Encours (position extérieure)														
2009	13 739,1	15 225,6	-1 486,4	154,0	170,7	-16,7	4 412,8	3 532,5	4 340,9	6 863,8	-1,3	4 527,2	4 829,3	459,6
2010	15 183,9	16 474,3	-1 290,4	165,6	179,7	-14,1	4 930,6	3 891,9	4 898,7	7 471,2	-31,1	4 794,5	5 111,2	591,2
2011	15 892,7	17 348,1	-1 455,4	168,6	184,1	-15,4	5 633,2	4 339,5	4 750,9	7 721,5	-29,7	4 871,2	5 287,0	667,1
2012 T4	16 636,5	17 899,5	-1 262,9	175,4	188,7	-13,3	5 881,3	4 444,6	5 265,0	8 375,5	-17,6	4 818,4	5 079,3	689,4
2013 T1	17 085,0	18 258,0	-1 173,0	180,3	192,6	-12,4	5 957,5	4 501,4	5 535,1	8 621,7	-28,0	4 932,6	5 134,9	687,8
2013 T2	16 734,8	18 048,1	-1 313,3	176,1	189,9	-13,8	5 959,8	4 536,8	5 365,8	8 539,8	-25,3	4 870,2	4 971,5	564,3
Variation des encours														
2009	504,2	387,6	116,6	5,7	4,3	1,3	497,0	272,5	513,7	896,9	-0,9	-591,0	-781,8	85,4
2010	1 444,8	1 248,7	196,0	15,8	13,6	2,1	517,7	359,3	557,8	607,4	-29,8	267,3	282,0	131,6
2011	708,8	873,8	-165,0	7,5	9,3	-1,8	702,6	447,6	-147,8	250,3	1,4	76,7	175,8	75,9
2012	743,9	551,4	192,5	7,8	5,8	2,0	248,1	105,1	514,1	654,0	12,2	-52,8	-207,7	22,3
2013 T1	448,5	358,5	89,9	19,3	15,4	3,9	76,2	56,8	270,1	246,2	-10,5	114,1	55,5	-1,5
2013 T2	-350,2	-209,9	-140,2	-14,6	-8,8	-5,9	2,3	35,3	-169,3	-81,9	2,8	-62,4	-163,4	-123,5
Flux														
2009	-89,4	-74,4	-15,0	-1,0	-0,8	-0,2	352,9	285,9	96,0	342,8	-19,0	-514,7	-703,1	-4,6
2010	646,5	652,6	-6,0	7,1	7,1	-0,1	352,6	273,6	130,9	240,1	-10,3	162,8	138,9	10,5
2011	670,3	626,2	44,2	7,1	6,6	0,5	524,0	438,2	-53,2	177,9	5,3	183,9	10,0	10,3
2012	522,0	381,0	140,9	5,5	4,0	1,5	329,9	326,3	186,4	258,7	-3,4	-4,8	-204,0	13,9
2013 T1	202,4	177,3	25,1	8,7	7,6	1,1	56,7	32,7	104,5	121,0	-8,4	49,6	23,5	0,0
2013 T2	27,7	-28,6	56,3	1,2	-1,2	2,4	63,1	14,4	21,0	88,1	-2,4	-55,2	-131,1	1,1
2013 T3	21,2	-39,3	60,5	0,9	-1,6	2,5	48,3	31,7	57,4	38,3	-9,7	-77,6	-109,3	2,9
2013 Juin	-102,3	-128,3	26,0	-	-	-	30,0	9,3	-42,5	-13,9	-15,3	-75,1	-123,7	0,6
2013 Juillet	0,4	-29,2	29,6	-	-	-	9,3	6,4	26,7	-14,8	0,7	-36,0	-20,8	-0,3
2013 Août	11,9	-2,0	13,9	-	-	-	23,0	15,8	-6,0	18,5	-7,0	-0,1	-36,4	2,0
2013 Septembre	8,9	-8,1	17,0	-	-	-	16,0	9,5	36,7	34,5	-3,4	-41,5	-52,1	1,2
2013 Octobre	84,1	58,5	25,6	-	-	-	24,1	22,2	6,8	2,0	-2,9	57,0	34,4	-0,9
Autres variations														
2009	593,6	462,0	131,6	6,7	5,2	1,5	144,1	-13,4	417,6	554,1	18,2	-76,3	-78,7	90,0
2010	798,2	596,2	202,1	8,7	6,5	2,2	165,2	85,8	426,9	367,3	-19,4	104,5	143,1	121,1
2011	38,4	247,6	-209,2	0,4	2,6	-2,2	178,6	9,4	-94,6	72,5	-3,9	-107,2	165,8	65,6
2012	221,9	170,4	51,5	2,3	1,8	0,5	-81,7	-221,2	327,7	395,3	15,6	-48,0	-3,7	8,4
Autres variations résultant des évolutions de taux de change														
2009	-49,3	-56,1	6,8	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,5	.	-11,6	-27,2	-2,7
2010	477,4	325,0	152,4	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,5	.	160,9	161,5	13,1
2011	214,2	176,7	37,5	2,3	1,9	0,4	70,7	18,4	72,8	67,1	.	63,1	91,3	7,6
2012	-86,6	-91,4	4,8	-0,9	-1,0	0,1	-22,0	-5,6	-41,3	-37,5	.	-16,7	-48,3	-6,6
Autres variations résultant des évolutions de prix														
2009	634,8	492,7	142,1	7,1	5,5	1,6	147,4	29,4	423,5	463,4	18,2	.	.	45,8
2010	300,8	148,4	152,5	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	149,2	-19,4	.	.	101,6
2011	-116,3	-249,1	132,8	-1,2	-2,6	1,4	-38,1	7,1	-133,7	-256,2	-3,9	.	.	59,4
2012	266,0	588,2	-322,2	2,8	6,2	-3,4	38,8	-6,4	194,7	594,6	15,6	.	.	16,9
Autres variations résultant d'autres ajustements														
2009	8,4	25,5	-17,1	0,1	0,3	-0,2	2,0	-48,3	24,0	124,6	.	-64,4	-50,8	46,9
2010	20,0	122,8	-102,7	0,2	1,3	-1,1	-11,4	51,6	81,4	89,6	.	-56,4	-18,4	6,4
2011	-59,4	320,0	-379,4	-0,6	3,4	-4,0	146,0	-16,0	-33,8	261,5	.	-170,3	74,5	-1,4
2012	42,5	-326,4	368,9	0,4	-3,4	3,9	-98,6	-209,2	174,3	-161,8	.	-31,3	44,6	-1,9
Taux de croissance des encours														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,9	8,8	2,4	5,6	.	-10,1	-12,5	-1,3
2010	4,6	4,2	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,4	.	3,6	2,8	2,0
2011	4,5	3,8	-	.	.	.	10,7	11,2	-1,2	2,4	.	4,0	0,2	1,6
2012	3,3	2,2	-	.	.	.	5,9	7,6	3,8	3,3	.	-0,1	-3,8	2,0
2013 T1	2,5	1,3	-	.	.	.	5,5	6,1	3,3	4,1	.	-1,2	-6,7	1,7
2013 T2	2,1	0,7	-	.	.	.	4,9	4,9	4,8	4,7	.	-3,1	-8,7	0,6
2013 T3	1,8	0,3	-	.	.	.	4,9	3,7	5,1	4,9	.	-4,1	-9,5	1,1

Source : BCE

1) Les produits financiers dérivés nets sont inclus dans les avoirs.

7.3 Compte financier

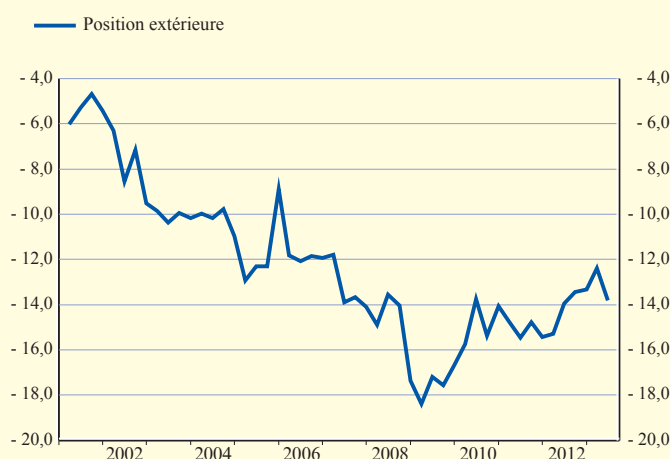
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance de fin de période ; flux sur la période)

2. Investissements directs

	Des résidents à l'étranger							Des non-résidents dans la zone euro						
	Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)			Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres opérations (principalement prêts intragroupes)		
		Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM		Total	Dans les IFM	Dans les non-IFM	Total	Vers les IFM	Vers les non-IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Encours (position extérieure)														
2011	5 633,2	4 229,4	283,2	3 946,2	1 403,7	13,3	1 390,5	4 339,5	3 089,1	99,9	2 989,1	1 250,5	11,3	1 239,2
2012	5 881,3	4 374,3	290,2	4 084,1	1 507,0	12,0	1 495,0	4 444,6	3 124,5	106,6	3 017,8	1 320,2	11,3	1 308,9
2013 T1	5 957,5	4 424,3	287,0	4 137,3	1 533,2	13,2	1 520,0	4 501,4	3 186,0	109,2	3 076,8	1 315,5	12,3	1 303,2
T2	5 959,8	4 402,8	280,0	4 122,8	1 557,0	12,3	1 544,7	4 536,8	3 185,7	108,1	3 077,6	1 351,1	12,3	1 338,8
Flux														
2010	352,6	233,1	23,5	209,6	119,5	1,1	118,4	273,6	293,4	11,0	282,4	-19,8	-5,8	-14,0
2011	524,0	444,1	25,8	418,3	80,0	-3,2	83,1	438,2	400,6	10,1	390,5	37,6	0,6	37,0
2012	329,9	190,0	-1,7	191,7	139,9	-0,3	140,2	326,3	246,2	8,2	238,0	80,1	0,1	80,1
2013 T1	56,7	44,3	-0,9	45,2	12,5	1,1	11,4	32,7	56,9	3,3	53,5	-24,1	0,7	-24,8
T2	63,1	4,8	2,6	2,2	58,4	-0,8	59,1	14,4	-29,5	1,0	-30,5	43,9	0,2	43,7
T3	48,3	34,1	1,8	32,3	14,2	0,1	14,1	31,7	31,2	1,5	29,7	0,5	-0,3	0,8
2013 Juin	30,0	-1,7	0,3	-2,1	31,7	0,7	31,0	9,3	-16,6	0,6	-17,2	25,9	-1,3	27,2
Juillet	9,3	3,5	-0,2	3,8	5,8	-0,3	6,0	6,4	14,3	0,7	13,6	-7,9	-0,2	-7,7
Août	23,0	11,6	0,7	10,9	11,4	0,2	11,2	15,8	6,6	0,5	6,1	9,2	0,0	9,2
Septembre	16,0	19,0	1,3	17,7	-3,0	0,2	-3,2	9,5	10,3	0,4	9,9	-0,8	-0,1	-0,7
Octobre	24,1	21,5	-0,1	21,6	2,6	0,0	2,6	22,2	16,4	0,4	16,0	5,8	-0,1	5,9
Taux de croissance														
2011	10,7	11,6	9,6	11,8	7,4	-19,9	7,8	11,2	13,7	10,7	13,8	3,9	0,9	3,9
2012	5,9	4,5	-0,6	4,9	10,0	-2,5	10,2	7,6	8,1	8,3	8,1	6,4	0,4	6,5
2013 T1	5,5	4,2	-0,4	4,6	9,3	3,1	9,4	6,1	7,7	8,6	7,7	2,4	19,0	2,3
T2	4,9	3,0	0,9	3,2	10,7	5,2	10,7	4,9	6,1	7,7	6,0	2,0	19,7	1,9
T3	4,9	3,0	1,2	3,1	10,4	4,2	10,4	3,7	5,4	6,7	5,4	-0,3	0,4	-0,3

G36 Position extérieure de la zone euro

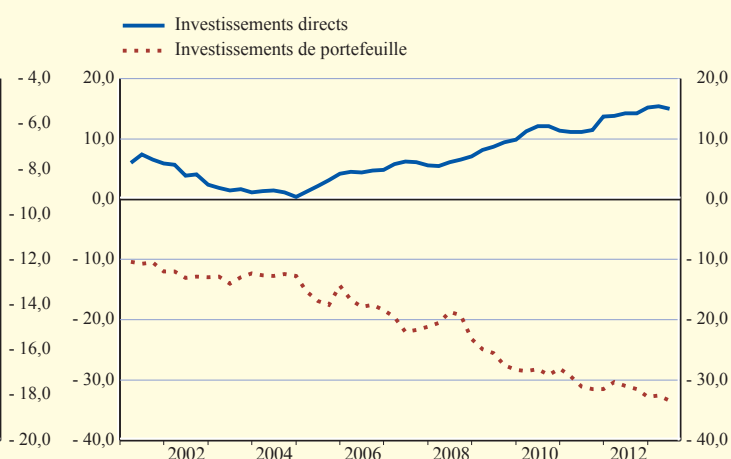
(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



Source : BCE

G37 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



7.3 Compte financier

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

3. Investissements de portefeuille : avoirs

	Total		Actions				Titres de créance									
	1	2	Total	IFM		Non-IFM	Obligations						Instruments du marché monétaire			
				3	Euro-système		4	5	Total	IFM		Non-IFM	Total	IFM		Non-IFM
										6	8			Euro-système	9		10	11	12	13	Euro-système	14	15	16
Encours (position extérieure)																
2011	4 750,9	1 693,8	59,3	2,6	1 634,5	39,4	2 587,2	721,2	16,1	1 866,1	96,0	469,8	302,5	58,8	167,4	0,5
2012	5 265,0	1 947,3	70,2	2,8	1 877,2	42,5	2 852,0	673,5	15,6	2 178,4	97,3	465,7	287,9	53,8	177,8	1,4
2013 T1	5 535,1	2 145,1	87,7	3,1	2 057,4	48,9	2 915,7	654,8	16,6	2 260,9	98,1	474,3	290,1	51,1	184,2	0,5
T2	5 365,8	2 066,6	92,7	3,1	1 973,9	47,6	2 828,9	632,0	15,8	2 196,9	94,6	470,4	281,9	61,9	188,5	0,2
Flux																
2010	130,9	75,2	-2,4	-0,7	77,6	1,9	100,4	-125,9	-0,6	226,3	51,5	-44,7	-64,0	-10,6	19,4	-1,9
2011	-53,2	-66,0	-10,7	-0,2	-55,4	-7,3	-21,4	-60,7	0,2	39,3	-2,8	34,2	25,9	10,4	8,3	0,2
2012	186,4	57,6	3,0	0,1	54,6	0,2	126,5	-38,8	-0,9	165,3	-8,5	2,3	-18,0	2,3	20,3	0,1
2013 T1	104,5	62,7	13,8	0,1	48,9	3,4	34,4	-17,1	1,1	51,5	0,7	7,4	4,8	0,6	2,6	-0,2
T2	21,0	12,7	3,8	0,0	8,9	0,8	9,2	-6,7	-0,6	15,9	-1,6	-0,9	-5,8	14,7	4,9	-0,3
T3	57,4	31,8	10,1	0,0	21,7	.	19,7	-9,8	3,5	29,5	.	5,9	9,4	-5,2	-3,5	.
2013 Juin	-42,5	-17,0	-1,6	0,0	-15,3	-	-19,0	-6,2	-0,1	-12,8	-	-6,5	-6,6	3,6	0,1	-
Juillet	26,7	11,3	2,3	0,0	9,0	-	14,3	-2,7	0,4	16,9	-	1,1	3,0	0,4	-1,9	-
Août	-6,0	-5,4	0,0	0,0	-5,4	-	-2,9	-6,5	0,5	3,7	-	2,2	4,8	-2,6	-2,5	-
Sept.	36,7	25,9	7,8	0,0	18,1	-	8,3	-0,6	2,6	8,9	-	2,5	1,6	-3,0	0,9	-
Octobre	6,8	9,4	2,2	0,0	7,2	-	0,5	-2,7	-0,1	3,2	-	-3,2	-5,6	-5,4	2,4	-
Taux de croissance																
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,8	-7,7	1,3	2,2	-2,9	8,3	8,5	25,5	8,0	120,3
2012	3,8	3,1	5,0	3,0	3,1	0,1	4,8	-5,5	-5,7	8,6	-8,3	0,5	-5,5	3,7	12,3	29,8
2013 T1	3,3	5,3	20,9	5,9	4,7	14,3	3,8	-6,8	4,8	7,5	-6,2	-6,9	-12,1	13,0	3,3	56,2
T2	4,8	7,5	47,4	5,2	6,2	15,5	4,3	-3,9	3,3	6,9	-4,5	-2,3	-7,8	50,9	7,8	-67,0
T3	5,1	8,8	63,5	5,8	7,1	.	3,7	-4,0	30,1	6,1	.	-1,2	-3,8	31,2	3,4	.

4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total		Actions				Titres de créance							
	1	2	Total	IFM		Non-IFM	Obligations				Instruments du marché monétaire			
				3	4		Total	IFM		Non-IFM	Total	IFM		Non-IFM
								5	6			7	8		9	10	11	12
Encours (position extérieure)														
2011	7 721,5	3 048,8	558,3	2 490,5	4 228,3	1 254,4	2 973,9	1 748,7	444,4	86,8	357,6	313,1		
2012	8 375,5	3 475,4	537,3	2 938,1	4 438,9	1 192,2	3 246,8	1 962,7	461,2	87,9	373,3	298,1		
2013 T1	8 621,7	3 622,4	520,1	3 102,3	4 498,1	1 192,0	3 306,0	2 008,3	501,2	104,3	396,9	321,1		
T2	8 539,8	3 609,9	493,0	3 116,8	4 436,4	1 153,1	3 283,2	2 006,7	493,6	111,8	381,8	306,3		
Flux														
2010	240,1	125,4	-16,9	142,3	161,1	50,2	110,9	187,5	-46,4	12,3	-58,7	-38,2		
2011	177,9	73,8	18,4	55,4	151,7	75,7	76,0	80,6	-47,6	2,0	-49,6	-37,7		
2012	258,7	144,1	-18,1	162,2	119,3	-55,5	174,7	160,8	-4,7	5,4	-10,0	-30,3		
2013 T1	121,0	57,4	-8,2	65,6	27,3	-4,2	31,5	43,9	36,3	18,5	17,8	24,3		
T2	88,1	81,5	-17,0	98,4	7,4	-12,4	19,8	20,3	-0,7	0,4	-1,1	-1,5		
T3	38,3	40,3	7,1	33,2	-39,1	-22,3	-16,8	.	37,1	23,8	13,3	.		
2013 Juin	-13,9	17,3	-16,3	33,5	-33,3	-12,2	-21,1	-	2,1	7,9	-5,8	-		
Juillet	-14,8	8,4	2,5	5,9	-39,3	-20,6	-18,7	-	16,1	2,4	13,7	-		
Août	18,5	27,1	7,9	19,2	-13,0	-9,5	-3,5	-	4,4	8,7	-4,3	-		
Sept.	34,5	4,8	-3,4	8,1	13,2	7,8	5,4	-	16,6	12,7	3,9	-		
Octobre	2,0	10,7	-7,8	18,6	11,9	9,6	2,3	-	-20,7	-6,8	-13,9	-		
Taux de croissance														
2011	2,4	2,3	2,9	2,0	4,1	6,7	3,0	5,0	-9,2	8,2	-12,2	-11,1		
2012	3,3	4,5	-3,3	6,1	2,8	-4,5	5,8	9,2	-0,9	6,1	-2,6	-9,2		
2013 T1	4,1	4,8	-6,4	7,1	3,5	-2,2	5,8	9,3	4,4	22,0	0,4	-3,6		
T2	4,7	7,5	-7,3	10,4	2,6	-2,0	4,4	7,4	3,1	12,6	0,8	-0,3		
T3	4,9	7,6	-5,3	10,1	1,1	-3,4	2,7	.	21,8	61,7	12,7	.		

Source : BCE

7.3 Compte financier

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

5. Autres investissements : avoirs

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Encours (position extérieure)															
2011	4 871,2	35,5	35,2	0,3	3 069,1	3 007,5	61,6	162,7	6,8	116,4	30,2	1 604,0	247,7	1 161,4	491,3
2012	4 818,4	40,1	39,9	0,3	2 923,8	2 853,6	70,2	167,9	5,3	121,4	29,2	1 686,6	253,9	1 236,8	524,7
2013 T1	4 932,6	33,1	32,8	0,3	2 954,5	2 884,7	69,8	155,0	5,2	108,0	24,2	1 790,0	249,7	1 277,7	558,0
T2	4 870,2	17,9	17,6	0,3	2 938,7	2 871,6	67,1	150,6	5,1	103,9	23,9	1 763,0	250,7	1 241,6	556,6
Flux															
2010	162,8	-2,9	-2,8	0,0	10,1	1,3	8,9	41,5	-0,2	41,1	4,9	114,1	8,6	81,6	50,6
2011	183,9	-2,7	-2,8	0,1	50,5	20,7	29,9	4,4	-0,3	4,2	10,3	131,7	8,5	99,0	38,1
2012	-4,8	5,2	5,2	0,0	-122,4	-130,5	8,1	4,7	-1,5	6,4	-1,0	107,7	8,4	74,5	37,7
2013 T1	49,6	-6,8	-6,8	0,0	11,9	12,7	-0,8	-10,7	-0,3	-11,0	-5,1	55,1	2,4	40,1	55,8
T2	-55,2	-10,9	-10,9	0,0	12,3	14,5	-2,2	-4,7	0,0	-4,4	-0,2	-51,8	1,1	-56,1	-24,2
T3	-77,6	6,2	.	.	-76,3	.	.	-2,3	.	.	-1,5	-5,2	.	.	13,1
2013 Juin	-75,1	-2,8	.	.	-39,9	.	.	-2,2	.	.	-0,7	-30,2	.	.	-15,5
Juillet	-36,0	3,4	.	.	-34,1	.	.	-5,2	.	.	-2,7	-0,1	.	.	0,4
Août	-0,1	-2,3	.	.	8,8	.	.	2,6	.	.	0,9	-9,1	.	.	7,9
Septembre	-41,5	5,1	.	.	-50,9	.	.	0,3	.	.	0,3	4,0	.	.	4,8
Octobre	57,0	-4,6	.	.	76,7	.	.	1,7	.	.	2,1	-16,7	.	.	-2,0
Taux de croissance															
2011	4,0	-5,4	-5,5	40,4	1,8	0,8	76,8	3,0	-3,3	4,2	51,5	8,3	3,9	8,1	9,0
2012	-0,1	13,1	13,2	-0,6	-3,9	-4,3	13,7	3,1	-22,2	5,9	-3,3	6,8	3,4	6,5	7,8
2013 T1	-1,2	-9,1	-9,1	-3,2	-4,6	-5,1	22,6	3,5	-24,3	5,3	-1,7	4,8	-2,4	5,8	9,8
T2	-3,1	-22,3	-22,5	0,1	-4,2	-4,2	-5,9	-3,7	-25,0	-4,7	-20,3	-0,7	-1,9	-2,9	2,9
T3	-4,1	-13,4	.	.	-5,5	.	.	0,6	.	.	-10,7	-1,9	.	.	4,3

6. Autres investissements : engagements

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Encours (position extérieure)															
2011	5 287,0	412,7	409,9	2,8	3 212,3	3 145,5	66,8	224,1	0,1	217,2	6,8	1 438,0	226,3	1 027,2	184,5
2012	5 079,3	428,9	428,0	0,9	2 963,8	2 881,1	82,7	227,5	0,1	219,9	7,4	1 459,2	228,8	994,0	236,4
2013 T1	5 134,9	398,6	397,8	0,9	2 976,9	2 893,6	83,3	224,3	0,1	218,3	5,9	1 535,0	231,6	1 034,8	268,7
T2	4 971,5	373,3	371,9	1,4	2 851,2	2 787,9	63,3	222,4	0,1	216,3	5,9	1 524,6	228,6	1 025,8	270,2
Flux															
2010	138,9	9,4	6,8	2,6	-8,7	-14,6	5,9	64,9	0,0	64,3	0,5	73,2	16,0	31,1	26,2
2011	10,0	135,1	135,3	-0,2	-289,1	-327,8	38,7	74,1	0,0	74,1	0,0	90,0	10,5	63,5	16,0
2012	-204,0	19,0	20,9	-1,8	-234,6	-251,7	17,2	3,7	0,0	2,7	1,0	7,8	7,4	-14,3	14,7
2013 T1	23,5	-32,2	-32,2	0,0	-0,4	0,2	-0,7	-0,8	0,0	0,4	-1,2	57,0	2,5	31,4	23,1
T2	-131,1	-21,4	-21,9	0,5	-93,6	-75,8	-17,8	-1,0	0,0	-1,2	0,2	-15,1	-1,5	1,3	-15,0
T3	-109,3	-11,3	.	.	-100,9	.	.	3,8	.	.	.	-1,0	.	.	.
2013 Juin	-123,7	-9,1	.	.	-81,5	.	.	3,0	.	.	.	-36,0	.	.	.
Juillet	-20,8	-5,2	.	.	-24,6	.	.	0,9	.	.	.	8,0	.	.	.
Août	-36,4	-2,2	.	.	-26,5	.	.	0,7	.	.	.	-8,3	.	.	.
Septembre	-52,1	-3,8	.	.	-49,9	.	.	2,2	.	.	.	-0,6	.	.	.
Octobre	34,4	-7,1	.	.	52,9	.	.	-3,8	.	.	.	-7,6	.	.	.
Taux de croissance															
2011	0,2	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,9	50,4	.	52,7	-0,6	7,6	5,2	7,4	11,0
2012	-3,8	4,8	5,3	.	-7,3	-8,0	25,8	1,7	.	1,2	16,0	0,5	3,3	-1,5	8,5
2013 T1	-6,7	18,6	19,3	.	-12,5	-13,3	29,0	-2,0	.	-2,0	-3,0	0,2	1,0	-1,6	7,1
T2	-8,7	-8,1	-8,0	.	-12,1	-12,0	-15,8	-5,3	.	-5,3	-7,1	-1,9	0,2	-2,4	-1,7
T3	-9,5	-15,1	.	.	-12,9	.	.	-1,6	.	.	.	-2,0	.	.	.

Source : BCE

7.3 Compte financier

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

7. Avoirs de réserve ¹⁾

	Avoirs de réserve													Pour mémoire			
	Total	Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises								Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme	Alloca-tions de DTS
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts		Titres				Produits financiers dérivés				
							Après des autorités monétaires et de la BRI	Après des banques	Total	Actions	Obliga-tions	Instru-ments du marché monétaire					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
	Encours (position extérieure)																
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,0	422,1	346,846	54,0	30,2	160,8	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 T4	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0
2013 T1	687,8	432,7	346,696	52,5	32,4	169,6	5,3	10,0	154,4	0,2	132,6	21,6	-0,1	0,6	31,2	-35,8	55,1
T2	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
2013 Oct.	579,6	336,4	346,566	50,6	29,5	162,2	5,0	9,0	148,1	0,2	135,4	12,5	0,1	0,9	22,2	-29,0	53,1
Nov.	561,5	319,0	346,566	50,7	28,9	162,0	4,5	8,8	148,5	0,2	137,2	11,1	0,3	0,9	23,0	-29,5	53,2
	Flux																
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2011	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-
2012	13,9	0,0	-	-0,3	3,4	10,2	0,6	1,2	8,0	-0,4	-0,7	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013 T1	0,0	0,0	-	-0,5	0,3	0,2	-1,1	0,8	0,9	0,0	-0,8	1,7	-0,5	0,0	-	-	-
T2	1,1	0,0	-	-0,3	-0,3	1,5	0,1	-1,8	3,5	0,0	6,3	-2,8	-0,2	0,2	-	-	-
T3	2,9	.	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-
	Taux de croissance																
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,0	0,0	-	-0,5	11,0	6,5	12,2	15,2	5,6	-53,5	-0,6	82,5	-	-	-	-	-
2013 T1	1,7	0,0	-	-0,9	7,4	6,1	-6,6	30,5	5,5	-50,1	-0,3	67,7	-	-	-	-	-
T2	0,6	0,0	-	-0,9	2,4	1,9	-19,1	-1,6	3,4	-41,8	4,7	-4,5	-	-	-	-	-
T3	1,1	.	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-	-	-

8. Dette extérieure brute

	Total	Par instruments					Par secteurs (hors investissements directs)				
		Prêts, monnaie fiduciaire et dépôts	Instruments du marché monétaire	Obligations	Crédits commerciaux	Autres engagements	Investissements directs : prêts intragroupes	Adminis-trations publiques	Eurosystème	IFM (hors Eurosystème)	Autres secteurs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Encours (position extérieure)										
2009	10 341,7	4 469,0	525,7	3 523,2	176,9	184,9	1 462,1	1 966,1	253,4	4 579,8	2 080,3
2010	10 910,7	4 708,7	453,3	3 824,0	202,5	200,0	1 522,2	2 140,9	271,0	4 743,7	2 232,9
2011	11 929,7	4 799,8	444,4	4 228,3	226,4	260,9	1 970,0	2 285,9	412,7	4 553,5	2 707,8
2012 T4	12 091,6	4 522,9	461,2	4 438,9	229,0	327,5	2 112,2	2 488,3	428,9	4 243,9	2 818,4
2013 T1	12 254,2	4 544,4	501,2	4 498,1	231,7	358,7	2 119,9	2 553,8	398,6	4 273,2	2 908,6
T2	12 063,1	4 401,9	493,6	4 436,4	228,7	340,8	2 161,6	2 535,4	373,3	4 116,1	2 876,7
	Encours en pourcentage du PIB										
2009	116,0	50,1	5,9	39,5	2,0	2,1	16,4	22,0	2,8	51,3	23,3
2010	119,1	51,4	4,9	41,7	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,8	24,4
2011	126,7	51,0	4,7	44,9	2,4	2,8	20,9	24,3	4,4	48,3	28,7
2012 T4	127,5	47,7	4,9	46,8	2,4	3,5	22,3	26,2	4,5	44,7	29,7
2013 T1	129,1	47,9	5,3	47,4	2,4	3,8	22,3	26,9	4,2	45,0	30,6
T2	126,8	46,3	5,2	46,6	2,4	3,6	22,7	26,6	3,9	43,3	30,2

Source : BCE

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, conformément à l'approche retenue pour les avoirs de réserve de l'Eurosystème. Pour plus de précisions, cf. les notes générales

7.3 Compte financier

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

9. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)						Canada	Chine	Japon	Suisse	États-Unis	Centres financiers extra-territoriaux	Organisations internationales	Autres pays
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE ¹⁾	Institutions de l'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	Encours (position extérieure)														
Investissements directs	1 436,7	421,2	-16,2	19,6	135,0	284,0	-1,2	103,4	79,0	-22,3	161,0	176,1	-223,4	-0,2	741,7
À l'étranger	5 881,3	1 689,6	29,4	171,7	1 156,7	331,7	0,1	211,4	99,6	79,2	597,2	1 322,6	585,4	0,1	1 296,3
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	4 374,3	1 250,6	22,8	103,9	867,4	256,4	0,0	165,3	81,3	57,1	451,3	929,8	486,6	0,1	952,2
Autres opérations	1 507,0	439,0	6,5	67,8	289,4	75,2	0,1	46,1	18,3	22,1	145,9	392,7	98,8	0,0	344,2
Dans la zone euro	4 444,6	1 268,4	45,6	152,2	1 021,7	47,7	1,3	108,0	20,6	101,5	436,1	1 146,4	808,7	0,3	554,6
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	3 124,5	1 017,0	36,8	136,2	810,0	32,7	1,3	86,9	7,8	88,1	262,7	856,5	425,6	0,0	379,7
Autres opérations	1 320,2	251,4	8,7	16,0	211,8	14,9	0,0	21,1	12,7	13,4	173,4	289,9	383,1	0,2	174,9
Investissements de portefeuille – avoirs	5 265,0	1 678,1	99,7	227,9	1 044,3	120,0	186,3	102,1	61,2	215,1	131,4	1 637,4	433,2	33,1	973,4
Actions	1 947,3	391,2	17,2	48,9	310,4	14,4	0,1	39,6	57,2	105,7	117,1	621,1	237,0	0,9	377,6
Titres de créance	3 317,7	1 286,9	82,4	178,9	733,8	105,6	186,1	62,4	4,0	109,5	14,3	1 016,3	196,2	32,2	595,8
Obligations	2 852,0	1 135,7	75,8	148,5	621,7	104,7	185,0	58,1	2,6	36,8	11,2	855,2	184,4	31,6	536,3
Instruments du marché monétaire	465,7	151,3	6,6	30,4	112,1	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,1	11,8	0,6	59,5
Autres investissements	-260,9	-240,7	10,7	-26,1	-47,1	45,0	-223,1	1,7	-15,7	5,1	-32,8	54,5	51,3	-77,1	-7,3
Avoirs	4 818,4	2 188,4	77,4	85,7	1 840,4	165,6	19,3	27,9	48,9	81,9	268,0	676,7	537,3	36,6	952,8
Administrations publiques	167,9	65,6	1,0	4,6	43,4	1,8	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,6	50,2
IFM	2 963,9	1 530,7	58,4	49,8	1 292,0	128,2	2,2	16,4	24,3	65,9	146,8	394,7	392,6	5,2	387,4
Autres secteurs	1 686,6	592,0	18,0	31,2	505,0	35,6	2,2	9,7	21,5	15,1	119,8	270,9	141,4	0,8	515,2
Engagements	5 079,3	2 429,0	66,8	111,7	1 887,5	120,6	242,4	26,2	64,6	76,8	300,8	622,1	485,9	113,7	960,0
Administrations publiques	227,5	107,1	0,3	0,9	26,3	0,2	79,4	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,1	5,1
IFM	3 392,7	1 644,5	56,3	86,6	1 306,0	92,9	102,7	17,0	38,2	50,7	239,2	338,5	387,9	28,1	648,5
Autres secteurs	1 459,2	677,4	10,1	24,2	555,1	27,6	60,3	9,1	26,4	26,0	60,6	254,0	96,8	2,5	306,5
T3 2012 à T2 2013	Flux cumulés														
Investissements directs	69,3	60,5	-11,6	-33,5	96,7	8,9	0,0	-12,6	7,5	1,2	11,2	-21,9	-29,3	0,0	52,7
À l'étranger	284,9	95,3	0,7	2,8	79,3	12,6	0,0	1,3	9,4	1,1	21,3	46,3	-8,3	0,0	118,6
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	130,3	82,3	0,7	8,2	68,3	5,1	0,0	-4,5	8,9	1,4	-5,1	30,5	-18,7	0,0	35,4
Autres opérations	154,6	13,1	0,0	-5,4	11,0	7,5	0,0	5,8	0,5	-0,3	26,3	15,7	10,4	0,0	83,2
Dans la zone euro	215,6	34,9	12,2	36,3	-17,4	3,7	0,0	13,9	1,9	-0,1	10,0	68,2	21,1	0,0	65,9
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	188,1	27,4	12,6	22,9	-10,1	2,0	0,0	11,4	1,3	4,0	9,7	51,3	47,3	0,0	35,8
Autres opérations	27,5	7,5	-0,4	13,4	-7,3	1,7	0,0	2,5	0,6	-4,2	0,3	16,9	-26,2	0,0	30,0
Investissements de portefeuille – avoirs	247,6	-10,1	5,2	11,2	-45,9	9,4	10,0	6,7	5,8	37,6	0,9	65,7	4,0	-0,8	137,8
Actions	141,4	35,0	0,9	3,4	30,8	-0,1	0,0	2,8	5,0	21,4	2,7	45,9	1,3	0,0	27,3
Titres de créance	106,2	-45,1	4,4	7,8	-76,7	9,4	10,0	3,9	0,7	16,2	-1,8	19,8	2,7	-0,8	110,5
Obligations	117,6	-15,2	1,4	8,3	-45,6	8,2	12,4	2,4	0,4	-8,2	-1,2	26,4	-0,6	-1,3	114,8
Instruments du marché monétaire	-11,5	-29,9	2,9	-0,5	-31,1	1,2	-2,4	1,5	0,3	24,4	-0,6	-6,6	3,3	0,5	-4,3
Autres investissements	315,0	179,5	-25,5	1,6	225,7	-17,4	-4,8	11,0	31,5	8,7	64,1	13,9	4,9	-21,4	23,0
Avoirs	-158,4	-147,6	-20,0	-0,4	-110,4	-15,5	-1,3	7,3	0,1	4,4	-0,6	-5,1	-32,9	0,3	15,7
Administrations publiques	-6,0	-6,3	1,5	0,2	-7,9	-0,9	0,8	0,2	-0,1	-1,1	0,3	0,0	0,2	0,1	0,5
IFM	-137,9	-135,0	-22,9	2,3	-95,1	-17,1	-2,3	2,9	1,9	8,4	1,2	-6,0	0,9	0,1	-12,4
Autres secteurs	-14,4	-6,3	1,4	-2,9	-7,5	2,6	0,2	4,2	-1,7	-2,9	-2,1	0,9	-34,0	0,0	27,6
Engagements	-473,4	-327,1	5,4	-1,9	-336,1	1,9	3,5	-3,7	-31,4	-4,2	-64,7	-18,9	-37,8	21,7	-7,3
Administrations publiques	-12,6	-18,5	0,1	0,3	-24,6	0,1	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,3	-0,2	12,8	-0,5
IFM	-432,3	-269,9	3,6	-1,3	-265,2	-0,7	-6,3	-6,2	-31,5	-4,1	-66,4	-17,7	-36,5	8,3	-8,3
Autres secteurs	-28,5	-38,7	1,8	-0,9	-46,4	2,5	4,2	2,5	0,1	-0,1	1,7	5,0	-1,1	0,5	1,5

Source : BCE

1) À l'exception de la Croatie

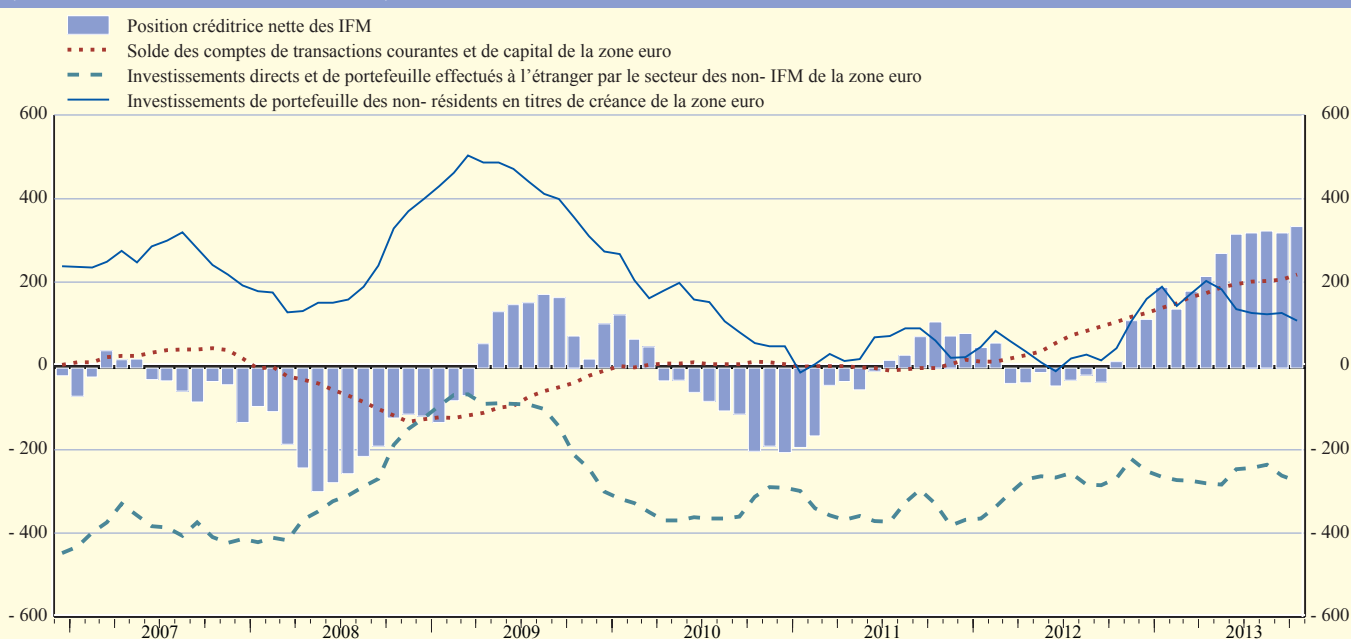
7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements ¹⁾

(flux en milliards d'euros)

	Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM											
	Total	Solde des comptes de transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM								Produits financiers dérivés	Erreurs et omissions
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements			
	1	2	Des résidents à l'étranger	Des non-résidents dans la zone euro	Avoirs		Engagements		Avoirs	Engagements	11	12
					Actions	Titres de créance	Actions	Titres de créance				
		3	4	5	6	7	8	9	10			
2010	-202,5	9,4	-327,7	268,0	-77,4	-245,6	142,4	52,3	-154,8	138,0	10,3	-17,4
2011	82,5	19,2	-501,4	427,5	55,4	-47,6	55,4	26,4	-136,1	164,1	-5,3	25,0
2012	116,3	131,2	-331,9	318,1	-54,6	-185,6	162,2	164,7	-112,4	11,5	3,4	9,8
2012 T3	43,2	47,2	-50,9	79,1	-5,6	-48,2	37,7	5,2	-7,2	-3,8	-2,9	-7,5
T4	108,3	68,2	-112,9	84,6	-50,5	-34,8	91,4	66,9	15,5	-77,4	25,4	32,0
2013 T1	29,3	26,4	-56,6	28,7	-48,9	-54,1	65,6	49,3	-44,5	56,2	8,4	-1,2
T2	138,4	58,1	-61,3	13,2	-8,9	-20,8	98,4	18,7	56,5	-16,1	2,4	-1,8
T3	46,8	58,0	-46,4	30,5	-21,7	-26,0	33,2	-3,4	7,5	2,9	9,7	2,5
2012 Octobre	9,0	16,0	-61,1	12,8	-8,5	-12,2	39,3	6,8	5,3	-10,3	9,8	11,1
Novembre	64,5	23,1	-28,0	43,7	-7,8	-21,2	21,8	37,9	-15,7	-6,9	6,2	11,4
Décembre	34,9	29,1	-23,8	28,1	-34,2	-1,3	30,3	22,2	25,9	-60,2	9,5	9,5
2013 Janvier	39,1	-6,7	-23,7	11,3	-16,9	-19,5	38,1	14,6	-1,2	36,5	4,6	2,0
Février	-32,6	10,1	-14,4	15,5	-17,3	-28,2	10,3	4,2	-27,6	11,1	2,7	0,9
Mars	22,9	22,9	-18,5	2,0	-14,8	-6,5	17,2	30,6	-15,7	8,6	1,1	-4,2
Avril	7,0	15,7	-22,2	9,5	-18,8	-24,8	16,8	27,7	-15,0	21,0	-5,6	2,8
Mai	75,1	12,4	-10,1	-6,3	-5,4	-8,8	48,1	17,9	39,2	-4,1	-7,3	-0,5
Juin	56,3	30,1	-29,0	9,9	15,3	12,8	33,5	-26,9	32,4	-33,0	15,3	-4,1
Juillet	16,1	28,4	-9,8	5,9	-9,0	-15,0	5,9	-5,0	5,3	8,9	-0,7	1,2
Août	28,6	13,8	-22,1	15,4	5,4	-1,1	19,2	-7,8	6,5	-7,7	7,0	0,1
Septembre	2,0	15,8	-14,5	9,2	-18,1	-9,8	8,1	9,4	-4,3	1,6	3,4	1,2
Octobre	23,9	28,5	-24,2	21,8	-7,2	-5,6	18,6	-11,6	15,0	-11,4	2,9	-2,9
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>												
2013 Octobre	337,7	223,2	-240,3	166,0	-128,7	-129,0	267,9	113,0	44,8	-35,5	38,9	17,5

G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur ¹⁾

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE

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

7.5 Échanges de biens

 1. Valeurs et volumes par groupes de produits ¹⁾

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total				Pour mémoire :	
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Biens intermédiaires		Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2011	13,0	13,3	1 748,1	879,3	353,7	474,5	1 426,8	1 761,6	1 128,1	240,4	367,3	1 104,9	324,4
2012	7,5	1,9	1 877,9	931,6	385,9	516,3	1 523,8	1 791,3	1 148,8	246,7	369,5	1 093,3	361,5
2012 T4	5,7	1,1	468,6	231,8	96,5	128,6	378,7	439,6	280,4	59,6	91,8	268,8	90,3
2013 T1	0,7	-5,1	473,5	235,6	96,0	132,7	383,3	437,2	279,0	59,9	91,3	269,4	86,9
T2	1,6	-3,2	473,6	230,8	96,8	132,4	385,3	433,1	274,8	59,2	91,0	267,4	84,6
T3	0,1	-2,0	471,8	229,7	93,9	133,3	383,9	436,1	274,0	59,3	93,1	269,4	85,5
2013 Mai	-0,3	-5,6	156,1	76,1	31,6	43,4	130,3	142,9	90,4	19,5	30,2	90,7	28,1
Juin	-2,9	-5,2	158,2	77,0	32,1	44,6	127,8	145,6	92,2	19,8	30,6	88,6	27,8
Juillet	3,1	0,3	156,2	76,1	31,6	44,0	127,7	145,5	92,4	19,5	30,8	89,7	29,2
Août	-6,0	-7,6	157,0	76,5	31,0	44,6	127,9	144,4	91,3	20,3	30,5	88,9	28,4
Septembre	2,9	1,5	158,6	77,1	31,3	44,7	128,2	146,2	90,2	19,5	31,8	90,8	27,9
Octobre	1,2	-3,5	159,0	.	.	.	129,3	144,5	.	.	.	88,9	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2011	7,6	3,2	108,2	107,5	111,1	107,8	108,8	103,0	103,7	103,1	100,8	104,7	98,0
2012	3,7	-2,9	111,9	110,2	117,0	111,8	112,6	99,6	100,8	99,4	96,1	99,8	99,3
2012 T4	2,7	-2,3	111,3	109,5	116,9	110,7	111,5	97,9	99,0	96,2	95,1	97,8	100,3
2013 T1	0,0	-4,2	113,2	111,9	116,3	115,6	113,8	98,3	99,6	96,1	95,5	98,9	97,4
T2	1,5	-1,3	113,2	110,3	116,1	114,5	113,8	98,9	100,8	93,9	94,6	97,9	100,8
T3	1,7	1,8	113,5	110,8	113,1	115,6	114,1	99,6	100,1	96,1	97,2	99,5	98,9
2013 Avril	8,3	2,9	114,1	110,9	119,4	115,5	112,7	98,1	100,4	93,5	93,5	96,0	101,0
Mai	-0,1	-3,4	112,1	109,3	113,8	112,9	115,7	98,4	100,1	93,5	94,6	100,2	101,8
Juin	-3,0	-3,3	113,3	110,6	115,0	115,1	113,0	100,2	102,0	94,7	95,7	97,5	99,6
Juillet	4,3	2,9	112,8	110,3	113,7	114,8	113,9	100,3	102,5	93,8	96,5	99,0	104,6
Août	-4,0	-3,3	113,4	110,6	112,0	116,2	114,1	98,8	99,8	99,7	95,1	98,5	97,3
Septembre	4,5	5,9	114,3	111,5	113,7	115,7	114,2	99,8	98,1	94,9	99,9	100,8	94,7

 2. Prix ²⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) ³⁾							Prix à l'importation des produits industriels (CAF)						
	Total (indice : 2010 = 100)	Total					Pour mémoire : produits manufacturés	Total (indice : 2010 = 100)	Total					Pour mémoire : produits manufacturés
		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie	Biens intermédiaires			Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			
% du total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	103,8	3,8	5,4	1,1	1,6	22,4	3,6	107,6	7,5	4,1	-1,5	3,6	25,5	2,9
2012	106,1	2,3	0,9	1,8	2,2	9,5	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	7,2	2,1
2013 T1	105,8	-0,1	-0,5	0,3	1,3	-5,3	-0,1	109,9	-1,6	-0,9	-1,2	1,2	-4,1	-0,6
T2	105,1	-0,9	-1,6	0,1	1,1	-8,8	-0,8	107,9	-2,8	-2,1	-1,6	0,6	-6,0	-1,4
T3	105,0	-1,5	-1,8	-0,6	0,7	-9,4	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,9	-0,9	-5,5	-2,6
2013 Mai	105,2	-1,0	-1,8	0,1	1,1	-9,3	-0,8	107,8	-3,1	-2,1	-1,8	0,7	-6,7	-1,5
Juin	104,8	-0,9	-1,7	-0,5	0,7	-3,6	-0,8	107,4	-1,9	-2,7	-2,3	-0,3	-1,9	-1,7
Juillet	105,1	-1,1	-1,5	-0,6	0,7	-5,6	-0,9	107,9	-2,8	-3,2	-3,2	-0,8	-3,8	-2,5
Août	105,0	-1,7	-1,8	-0,7	0,6	-11,2	-1,6	108,1	-4,1	-3,3	-3,0	-1,2	-7,4	-2,8
Sept.	104,9	-1,6	-2,1	-0,3	0,8	-11,4	-1,5	108,2	-3,1	-3,0	-2,3	-0,7	-5,3	-2,5
Octobre	104,5	-1,6	-2,1	-0,5	0,6	-11,1	-1,4	107,2	-3,4	-3,0	-2,5	-0,8	-5,7	-2,7

Source : Eurostat

- Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 2, les groupes des biens intermédiaires et des biens de consommation comprennent les produits agricoles et énergétiques.
- Groupes de produits selon la classification des grands regroupements industriels. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 1, les biens intermédiaires et les biens de consommation ne recouvrent pas les produits agricoles et énergétiques. La composition des produits manufacturés est différente de celle des données présentées dans les colonnes 7 et 12 du tableau 1. Ces données sont des indices de prix qui reflètent les variations pures des prix d'un panier de produits et ne sont pas de simples ratios des données en valeur et en volume présentées dans le tableau 1, qui sont affectés par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels importés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

7.5 Échanges de biens

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

3. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)				Russie	Suisse	Turquie	États-Unis	Asie		Afrique	Amérique latine	Autres pays	
		Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE					Chine	Japon				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportations (FAB)															
2011	1 748,1	32,9	60,5	213,5	250,6	79,9	109,2	56,8	200,6	405,6	115,6	39,4	112,3	84,6	141,8
2012	1 877,9	33,8	58,9	230,5	252,4	90,1	116,6	59,5	224,4	440,0	120,8	44,8	126,3	97,3	148,1
2012 T2	468,1	8,5	14,9	57,3	63,1	22,7	29,3	14,5	56,2	109,3	30,5	11,4	31,4	24,4	36,5
T3	475,2	8,4	14,8	58,3	63,3	22,9	29,2	15,0	58,5	110,6	29,8	11,6	31,2	24,5	38,4
T4	468,6	8,5	14,3	58,2	62,6	22,5	28,7	15,3	53,9	111,3	29,2	11,2	32,5	24,8	36,0
2013 T1	473,5	8,6	14,5	58,5	64,0	23,1	28,2	15,6	55,5	110,4	29,6	11,0	34,2	25,0	36,0
T2	473,6	8,6	14,6	59,0	63,3	22,4	27,4	15,5	55,0	110,0	29,9	10,7	33,1	24,6	40,1
T3	471,8	8,8	15,0	59,9	64,6	21,4	27,8	14,7	55,5	110,1	31,3	11,2	31,8	24,8	37,4
2013 Mai	156,1	2,9	5,0	20,1	21,3	7,6	9,3	5,3	18,8	37,4	10,0	3,6	11,1	8,6	8,7
Juin	158,2	2,9	4,8	20,0	21,3	7,3	8,9	5,1	17,8	36,0	9,9	3,6	11,0	8,0	15,2
Juillet	156,2	2,9	5,2	19,9	21,4	7,4	9,6	4,9	17,8	36,5	10,2	3,6	10,9	8,4	11,3
Août	157,0	2,9	5,0	19,7	21,6	7,0	9,2	4,9	18,7	37,0	10,8	3,8	10,6	8,2	12,3
Septembre	158,6	2,9	4,8	20,3	21,6	7,0	9,0	5,0	18,9	36,6	10,3	3,8	10,4	8,2	13,9
Octobre	159,0	.	.	.	.	7,3	9,3	4,8	18,9	37,4	10,5	3,6	10,4	8,3	.
<i>part en pourcentage du total des exportations</i>															
2012	100,0	1,8	3,1	12,3	13,4	4,8	6,2	3,2	11,9	23,4	6,4	2,4	6,7	5,2	7,9
Importations (CAF)															
2011	1 761,6	29,9	53,2	166,9	231,7	138,8	81,6	35,0	140,8	553,5	218,5	52,6	129,2	91,2	110,0
2012	1 791,3	28,8	52,8	167,2	232,5	144,0	81,9	34,1	151,2	540,8	214,1	49,2	157,5	92,8	107,7
2012 T2	449,8	7,3	13,2	41,1	57,9	35,1	20,1	8,4	38,0	138,0	56,1	12,7	38,5	22,9	29,3
T3	448,6	7,2	13,5	42,2	58,3	34,2	21,4	8,4	39,3	133,4	53,5	12,2	39,4	23,3	28,0
T4	439,6	7,1	12,8	41,7	58,2	36,7	20,1	8,7	35,9	130,9	51,2	11,5	39,7	22,6	25,2
2013 T1	437,2	7,7	13,3	42,0	59,1	38,8	20,2	8,8	35,4	128,0	51,8	11,0	38,6	21,2	24,1
T2	433,1	7,6	13,4	40,9	58,5	34,2	20,4	8,7	37,4	127,4	50,8	10,8	36,3	20,2	28,2
T3	436,1	8,0	13,7	40,9	60,2	36,2	20,8	8,9	37,8	128,5	50,8	10,6	34,2	20,1	26,7
2013 Mai	142,9	2,5	4,5	14,1	19,5	11,5	7,1	2,9	12,7	43,5	17,8	3,7	11,7	6,9	6,1
Juin	145,6	2,6	4,5	13,6	19,8	10,5	7,0	2,9	12,4	41,4	16,5	3,5	12,0	6,8	12,0
Juillet	145,5	2,6	4,7	13,6	19,9	11,7	6,9	3,0	12,6	42,8	16,9	3,4	11,9	6,8	9,1
Août	144,4	2,7	4,5	13,9	20,0	12,4	7,1	2,9	12,4	42,7	16,9	3,6	11,3	6,5	8,0
Septembre	146,2	2,7	4,5	13,5	20,4	12,1	6,7	3,0	12,9	43,0	17,0	3,6	11,0	6,9	9,6
Octobre	144,5	.	.	.	.	11,7	6,9	3,0	13,1	42,7	16,6	3,6	11,5	6,7	.
<i>part en pourcentage du total des importations</i>															
2012	100,0	1,6	2,9	9,3	13,0	8,0	4,6	1,9	8,4	30,2	12,0	2,7	8,8	5,2	6,0
Solde															
2011	-13,6	3,0	7,3	46,6	18,9	-58,9	27,6	21,7	59,8	-147,9	-102,9	-13,2	-16,9	-6,5	31,8
2012	86,6	5,0	6,1	63,3	19,9	-53,9	34,7	25,5	73,2	-100,9	-93,3	-4,5	-31,2	4,6	40,4
2012 T2	18,2	1,3	1,7	16,2	5,2	-12,5	9,2	6,1	18,2	-28,7	-25,6	-1,3	-7,1	1,5	7,2
T3	26,6	1,2	1,2	16,1	5,1	-11,3	7,8	6,6	19,3	-22,8	-23,7	-0,6	-8,2	1,3	10,4
T4	29,0	1,4	1,4	16,6	4,4	-14,3	8,6	6,6	18,0	-19,6	-22,1	-0,2	-7,3	2,2	10,8
2013 T1	36,4	0,9	1,2	16,5	4,9	-15,7	8,0	6,8	20,1	-17,5	-22,2	0,0	-4,4	3,8	11,9
T2	40,5	1,0	1,2	18,2	4,8	-11,8	7,0	6,8	17,7	-17,4	-20,9	0,0	-3,2	4,4	11,9
T3	35,7	0,8	1,2	19,0	4,4	-14,8	7,0	5,8	17,7	-18,4	-19,6	0,6	-2,4	4,7	10,7
2013 Mai	13,1	0,4	0,5	6,0	1,8	-3,8	2,2	2,4	6,1	-6,1	-7,8	-0,1	-0,6	1,7	2,6
Juin	12,6	0,2	0,3	6,3	1,6	-3,2	1,8	2,2	5,3	-5,4	-6,7	0,1	-1,0	1,2	3,2
Juillet	10,7	0,3	0,5	6,3	1,5	-4,3	2,6	1,9	5,3	-6,3	-6,7	0,2	-1,0	1,6	2,1
Août	12,6	0,2	0,4	5,8	1,7	-5,5	2,1	1,9	6,3	-5,7	-6,2	0,2	-0,8	1,8	4,2
Septembre	12,4	0,2	0,3	6,8	1,2	-5,1	2,3	1,9	6,1	-6,4	-6,6	0,2	-0,6	1,3	4,3
Octobre	14,5	.	.	.	.	-4,4	2,4	1,8	5,8	-5,4	-6,1	0,1	-1,1	1,7	.

Source : Eurostat

TAUX DE CHANGE

8.1 Taux de change effectifs ¹⁾

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-40	
	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	100,6	97,6	94,9	105,2	96,4	112,2	97,6
2012	97,9	95,5	93,3	89,6	99,8	91,2	107,1	92,8
2013	101,7	98,9	96,7	.	.	.	112,0	96,1
2012 T4	97,9	95,5	93,7	89,5	99,1	89,9	107,4	92,9
2013 T1	100,8	98,2	96,2	92,3	102,0	93,0	110,2	94,9
T2	100,9	98,2	96,1	92,7	101,3	92,3	110,6	95,0
T3	101,9	99,1	96,9	93,1	102,1	93,1	112,9	96,8
T4	103,1	99,9	97,8	.	.	.	114,7	97,7
2012 Décembre	98,7	96,2	94,4	-	-	-	108,3	93,5
2013 Janvier	100,4	97,9	96,0	-	-	-	109,9	94,8
Février	101,7	99,0	97,0	-	-	-	111,2	95,7
Mars	100,2	97,8	95,6	-	-	-	109,5	94,4
Avril	100,5	97,8	95,8	-	-	-	109,8	94,3
Mai	100,6	98,0	95,8	-	-	-	110,0	94,5
Juin	101,6	98,8	96,6	-	-	-	112,0	96,1
Juillet	101,5	98,9	96,6	-	-	-	112,0	96,1
Août	102,2	99,5	97,1	-	-	-	113,4	97,3
Septembre	102,0	99,1	97,0	-	-	-	113,3	97,0
Octobre	102,9	99,7	97,7	-	-	-	114,2	97,4
Novembre	102,7	99,5	97,3	-	-	-	114,2	97,2
Décembre	103,9	100,6	98,3	-	-	-	115,8	98,5
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>							
2013 Décembre	1,2	1,1	1,0	-	-	-	1,4	1,3
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>							
2013 Décembre	5,2	4,5	4,1	-	-	-	6,9	5,4

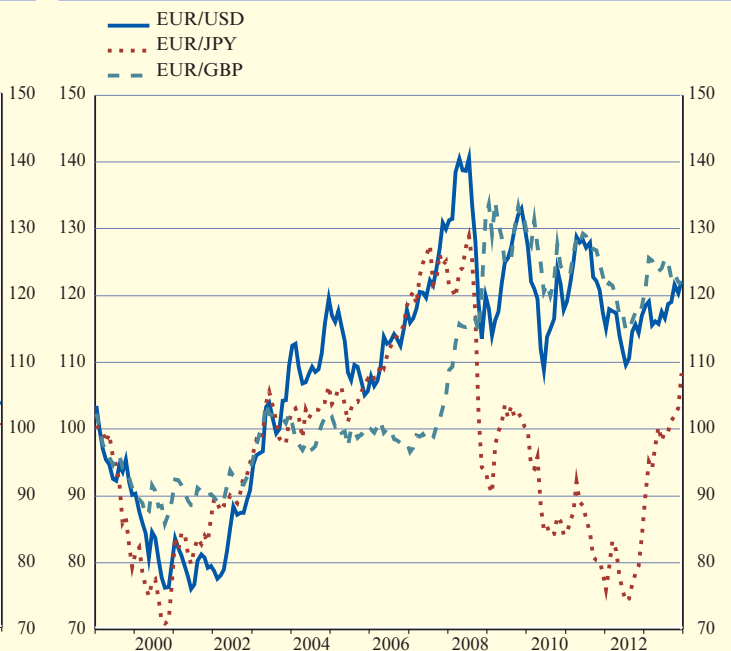
G39 Taux de change effectifs

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)



G40 Taux de change bilatéraux

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)



Source : BCE

- 1) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales
- 2) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-20 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	Lats letton	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	12
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	0,6973	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	0,7015	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 T2	1,9558	25,831	7,4555	7,5566	0,7009	3,4528	295,53	4,1982	4,3958	8,5652	0,85056	2,4037
T3	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	0,7025	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
T4	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	0,7028	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2013 Juin	1,9558	25,759	7,4576	7,4901	0,7019	3,4528	295,70	4,2839	4,4803	8,6836	0,85191	2,5028
Juillet	1,9558	25,944	7,4579	7,5061	0,7024	3,4528	294,90	4,2745	4,4244	8,6609	0,86192	2,5274
Août	1,9558	25,818	7,4580	7,5372	0,7027	3,4528	299,46	4,2299	4,4371	8,7034	0,85904	2,6125
Septembre	1,9558	25,789	7,4579	7,5985	0,7026	3,4528	299,75	4,2371	4,4633	8,6758	0,84171	2,6952
Octobre	1,9558	25,662	7,4592	7,6193	0,7028	3,4528	294,76	4,1902	4,4444	8,7479	0,84720	2,7095
Novembre	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	0,7028	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
Décembre	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	0,7027	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>												
2013 Décembre	0,0	2,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,9	-0,3	0,4	0,9	-0,2	3,5
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>												
2013 Décembre	0,0	9,2	0,0	1,4	0,9	0,0	5,1	2,0	-0,6	3,6	3,0	20,6
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Roupie indienne ¹⁾	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558		
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12 045,73	4,9536	102,49	3,9672		
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13 857,50	4,7948	129,66	4,1855		
2013 T2	1,3203	2,6994	1,3368	8,0376	10,1383	73,0046	12 784,60	4,7407	129,07	4,0088		
T3	1,4465	3,0304	1,3760	8,1111	10,2696	82,3565	14 115,14	4,7459	131,02	4,2904		
T4	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15 682,97	4,7994	136,48	4,3633		
2013 Juin	1,3978	2,8613	1,3596	8,0905	10,2349	77,0284	13 033,31	4,7865	128,40	4,1488		
Juillet	1,4279	2,9438	1,3619	8,0234	10,1455	78,1762	13 189,17	4,7153	130,39	4,1746		
Août	1,4742	3,1170	1,3853	8,1477	10,3223	83,9480	14 168,72	4,7610	130,34	4,3631		
Septembre	1,4379	3,0345	1,3817	8,1690	10,3504	85,2678	15 073,16	4,7636	132,41	4,3410		
Octobre	1,4328	2,9860	1,4128	8,3226	10,5724	84,0071	15 109,54	4,8232	133,32	4,3283		
Novembre	1,4473	3,0959	1,4145	8,2221	10,4604	84,4990	15 575,06	4,7711	134,97	4,3176		
Décembre	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16 455,73	4,8019	141,68	4,4517		
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>												
2013 Décembre	5,3	3,8	3,1	1,2	1,6	0,3	5,7	0,6	5,0	3,1		
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>												
2013 Décembre	21,7	17,9	12,3	1,8	4,5	18,2	30,2	-3,1	29,1	11,1		
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des Etats-Unis	
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1 447,69	1,2053	39,928	1,2848	
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1 453,91	1,2311	40,830	1,3281	
2013 T2	16,2956	1,5920	7,6114	54,620	41,3464	1,6311	12,3996	1 467,08	1,2315	39,031	1,3062	
T3	17,1005	1,6612	7,9303	57,813	43,4394	1,6795	13,2329	1 469,03	1,2348	41,675	1,3242	
T4	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1 445,53	1,2294	43,151	1,3610	
2013 Juin	17,0716	1,6682	7,7394	56,658	42,6490	1,6613	13,2088	1 498,33	1,2322	40,664	1,3189	
Juillet	16,6893	1,6590	7,8837	56,698	42,8590	1,6595	12,9674	1 473,35	1,2366	40,714	1,3080	
Août	17,1996	1,6829	7,9386	58,471	43,9748	1,6941	13,4190	1 485,93	1,2338	42,072	1,3310	
Septembre	17,4471	1,6406	7,9725	58,346	43,5144	1,6860	13,3287	1 446,60	1,2338	42,312	1,3348	
Octobre	17,7413	1,6351	8,1208	58,809	43,7440	1,6956	13,5283	1 454,73	1,2316	42,549	1,3635	
Novembre	17,6340	1,6327	8,2055	58,811	44,1581	1,6833	13,7626	1 434,06	1,2316	42,695	1,3493	
Décembre	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1 446,99	1,2245	44,323	1,3704	
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>												
2013 Décembre	1,1	2,0	2,4	3,0	2,0	2,4	3,3	0,9	-0,6	3,8	1,6	
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>												
2013 Décembre	5,7	5,6	14,4	12,6	11,8	7,7	25,7	2,5	1,3	10,3	4,5	

Source : BCE

1) Pour cette devise, la BCE calcule et diffuse les taux de change de référence de l'euro à compter du 1^{er} janvier 2009. Les données antérieures sont fournies à titre indicatif.



ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

9.1 Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Bulgarie	République tchèque	Danemark	Croatie	Lituanie	Hongrie	Pologne	Roumanie	Suède	Royaume-Uni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IPCH										
2011	3,4	2,1	2,7	2,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013 T2	1,1	1,5	0,5	2,3	1,4	1,9	0,5	4,4	0,3	2,7
T3	-0,7	1,2	0,2	2,2	0,5	1,6	0,9	2,4	0,7	2,7
2013 Septembre	-1,3	1,0	0,2	1,7	0,5	1,6	0,9	1,1	0,5	2,7
Octobre	-1,1	0,8	0,3	0,8	0,5	1,1	0,7	1,2	0,2	2,2
Novembre	-1,0	1,0	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	1,3	0,3	2,1
Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB										
2010	-3,1	-4,7	-2,5	-6,4	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,1
2011	-2,0	-3,2	-1,8	-7,8	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,7
2012	-0,8	-4,4	-4,1	-5,0	-3,2	-2,0	-3,9	-3,0	-0,2	-6,1
Dettes publique brute en pourcentage du PIB										
2010	16,2	38,4	42,7	44,9	37,8	82,2	54,9	30,5	39,4	78,4
2011	16,3	41,4	46,4	51,6	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,5	46,2	45,4	55,5	40,5	79,8	55,6	37,9	38,2	88,7
Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2013 Juin	3,40	2,14	1,72	4,63	3,54	6,02	3,95	5,43	2,05	1,96
Juillet	3,46	2,23	1,77	4,91	3,54	5,78	3,97	5,26	2,16	2,09
Août	3,51	2,40	1,94	5,04	3,65	6,31	4,30	5,04	2,34	2,29
Septembre	3,64	2,42	2,10	4,92	3,89	6,16	4,49	5,27	2,60	2,44
Octobre	3,71	2,33	1,93	4,99	4,01	5,58	4,28	5,22	2,44	2,26
Novembre	3,64	2,18	1,80	4,97	3,99	5,82	4,38	5,29	2,30	2,31
Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période										
2013 Juin	1,20	0,46	0,26	1,71	0,73	4,48	2,69	4,20	1,22	0,51
Juillet	1,18	0,46	0,27	2,22	0,55	4,36	2,70	4,27	1,20	0,51
Août	1,09	0,46	0,27	1,91	0,41	3,92	2,70	3,66	1,20	0,51
Septembre	1,05	0,45	0,27	1,90	0,40	-	2,69	3,40	1,21	0,52
Octobre	1,03	0,45	0,27	1,72	0,40	3,60	2,67	2,86	1,21	0,52
Novembre	0,97	0,40	0,25	1,35	0,40	3,33	2,65	2,44	1,16	0,52
PIB en volume										
2011	1,8	1,8	1,1	-0,2	6,0	1,6	4,5	2,3	2,9	1,1
2012	0,8	-1,0	-0,4	-1,9	3,7	-1,7	1,9	0,4	0,9	0,3
2013 T1	0,4	-2,4	-0,7	-1,0	3,8	-0,3	0,8	2,3	1,6	0,7
T2	0,2	-1,5	0,5	-0,7	3,8	0,5	1,2	1,6	0,6	2,0
T3	0,7	-1,3	0,5	-0,6	2,3	1,6	1,7	4,1	0,3	1,9
Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB										
2011	1,4	-2,3	6,3	-0,8	-1,2	2,8	-3,0	-3,9	5,9	-1,1
2012	0,1	-1,1	6,0	0,2	2,0	3,6	-1,5	-3,0	5,9	-3,5
2013 T1	-4,7	1,6	3,0	-14,2	-2,5	5,9	-1,6	1,3	6,7	-4,9
T2	6,1	-1,5	8,3	-2,2	9,2	6,2	4,0	2,4	6,1	-1,1
T3	11,4	2,6	8,7	.	2,8	6,6	0,2	0,8	5,9	-6,3
Dettes extérieure brute en pourcentage du PIB										
2011	94,3	59,6	183,3	103,3	77,4	149,3	72,3	77,2	200,0	419,6
2012	94,9	60,2	181,8	102,1	75,4	128,9	71,1	75,2	191,2	385,3
2013 T1	93,8	61,8	182,2	102,4	74,0	133,6	72,7	74,8	195,1	393,1
T2	93,2	62,7	174,8	105,0	70,0	128,1	73,7	73,3	197,8	388,7
T3	92,4	61,4	174,4	.	69,7	120,9	72,6	71,4	197,6	358,5
Coûts unitaires de main-d'œuvre										
2011	2,5	0,5	0,0	-0,3	0,7	2,3	1,1	0,6	0,1	1,4
2012	-0,5	3,3	1,5	1,1	1,9	2,7	2,0	6,8	2,9	2,9
2013 T1	12,9	0,7	1,6	3,5	0,4	9,7	2,0	1,6	2,1	-0,1
T2	13,0	0,9	1,3	1,1	3,3	9,8	1,0	1,9	0,5	1,4
T3	8,3	1,8	0,8	0,5	3,7	8,7	1,3	-2,4	1,7	1,9
Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)										
2011	11,3	6,7	7,6	13,5	15,4	11,0	9,6	7,4	7,8	8,0
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2013 T2	12,9	7,0	6,8	17,1	11,9	10,4	10,5	7,4	8,0	7,7
T3	12,8	6,9	7,1	17,8	11,5	10,1	10,3	7,3	7,9	7,5
2013 Septembre	12,8	7,0	6,9	17,9	11,4	10,0	10,2	7,3	8,0	7,4
Octobre	12,9	6,8	7,0	18,4	11,1	9,5	10,2	7,3	7,9	.
Novembre	12,9	6,9	6,9	18,6	11,3	.	10,2	7,3	8,0	.

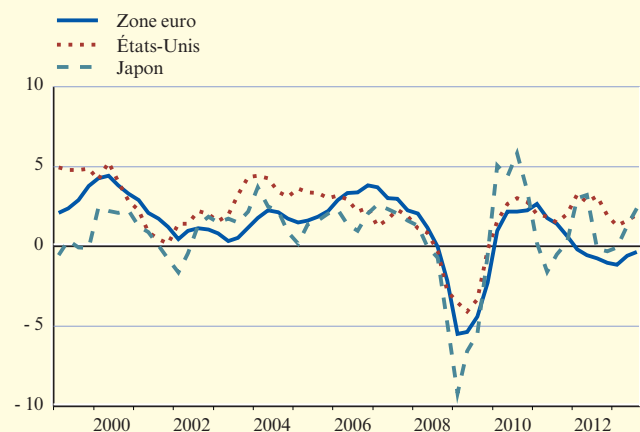
Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE

9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹⁾	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) ²⁾	Agrégat monétaire large ³⁾	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois ⁴⁾	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans ⁴⁾ ; fin de période	Taux de change ⁵⁾ des monnaies nationales pour un euro	Déficit (-)/ excédent (+) public (en % du PIB)	Dettes publiques ⁶⁾ (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,2	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013							0,27	3,27	1,3281		
2012 T4	1,9	4,3	2,0	3,3	7,8	7,6	0,32	1,88	1,2967	-9,0	86,5
2013 T1	1,7	1,7	1,3	2,5	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
T2	1,4	2,0	1,6	2,1	7,6	7,0	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
T3	1,6	2,0	2,0	2,4	7,3	6,6	0,26	2,91	1,3242		
T4							0,24	3,27	1,3610		
2013 Août	1,5	-	-	2,9	7,3	6,7	0,26	3,11	1,3310	-	-
Septembre	1,2	-	-	2,8	7,2	6,4	0,25	2,91	1,3348	-	-
Octobre	1,0	-	-	3,8	7,3	6,8	0,24	2,84	1,3635	-	-
Novembre	1,2	-	-	3,0	7,0	6,1	0,24	2,99	1,3493	-	-
Décembre							0,24	3,27	1,3704	-	-
Japon											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	188,3
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,9	204,4
2012	0,0	-2,3	1,4	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49		
2013							0,15	0,95	129,66		
2012 T4	-0,2	-1,0	-0,3	-6,0	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12		
2013 T1	-0,6	-0,3	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80		
T2	-0,3	-0,5	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07		
T3	0,9	-2,4	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02		
T4							0,14	0,95	136,48		
2013 Août	0,9	-	-	-0,4	4,1	3,8	0,15	0,93	130,34	-	-
Septembre	1,1	-	-	5,1	4,0	3,9	0,15	0,88	132,41	-	-
Octobre	1,1	-	-	5,4	4,0	4,2	0,15	0,76	133,32	-	-
Novembre	1,5	-	-	5,0	4,0	4,3	0,14	0,79	134,97	-	-
Décembre							0,15	0,95	141,68	-	-

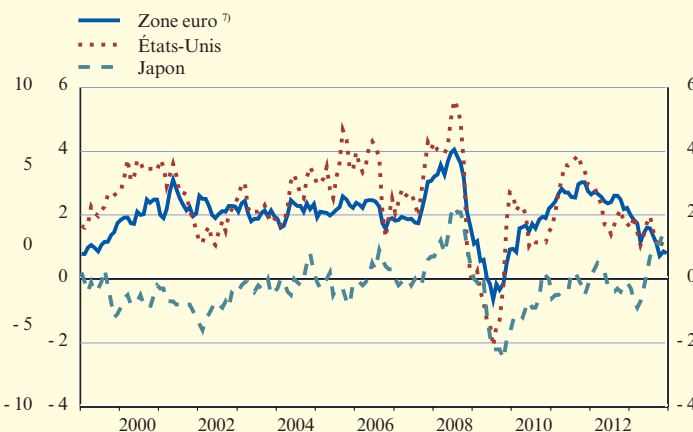
G41 PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



G42 Indices des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Données nationales (colonnes 1, 2 (États-Unis), 3, 4, 5 (États-Unis), 6, 9 et 10) ; OCDE (colonne 2 (Japon)) ; Eurostat (colonne 5 (Japon), données figurant sur le graphique relatives à la zone euro) ; Thomson Reuters (colonnes 7 et 8) ; calculs de la BCE (colonne 11)

- 1) Corrigés des variations saisonnières. Les données relatives aux États-Unis concernent le secteur privé marchand non agricole.
- 2) Les données japonaises de mars à août 2011 comprennent des estimations pour les trois préfectures les plus touchées par le séisme. La collecte des données a été rétablie à partir de septembre 2011.
- 3) Moyennes pour la période considérée, M2 pour les États-Unis, M2 et certificats de dépôt pour le Japon
- 4) En pourcentage annuel. Pour plus de précisions concernant le taux des dépôts interbancaires à 3 mois, cf. la section 4.6
- 5) Pour de plus amples informations, cf. la section 8.2
- 6) La dette des administrations publiques comprend les dépôts, les titres autres que des actions et les prêts en cours en valeur nominale et consolidée au sein du secteur des administrations publiques (fin de période).
- 7) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales



LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Total des dépôts par secteurs (<i>intermédiaires financiers</i>)	S17
G10	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs (<i>intermédiaires financiers</i>)	S17
G11	Total des dépôts par secteurs (<i>sociétés non financières et ménages</i>)	S18
G12	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs (<i>sociétés non financières et ménages</i>)	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S35
G16	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S37
G17	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G18	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S39
G19	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
G20	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S41
G21	Nouveaux dépôts à terme	S43
G22	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S43
G23	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S44
G24	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S44
G25	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S45
G26	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S45
G27	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S46
G28	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S55
G29	Chômage et taux d'emplois vacants	S55
G30	Déficit, besoin de financement et variation de la dette	S60
G31	Dette au sens de Maastricht	S60
G32	Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes	S61
G33	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S61
G34	Balance des paiements de la zone euro : biens	S62
G35	Balance des paiements de la zone euro : services	S62
G36	Position extérieure de la zone euro	S65
G37	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S65
G38	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S70
G39	Taux de change effectifs	S73
G40	Taux de change bilatéraux	S73
G41	PIB en volume	S76
G42	Indices des prix à la consommation	S76



NOTES TECHNIQUES

VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où I_t est l'indice des encours corrigés à partir du mois t (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois t , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECTION 1.3

CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre D de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont $R_{1,MRO}$ (sur D_1 jours), $R_{2,MRO}$ (sur D_2 jours), etc., jusqu'à $R_{i,MRO}$ (sur D_i jours), où $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$, le taux annualisé applicable (R_{LTRO}) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

SECTIONS 2.1 À 2.6

CALCUL DES FLUX

Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

Si L_t représente l'encours à la fin du mois t , C_t^M l'ajustement lié aux reclassements pour le mois t , E_t^M l'ajustement de taux de change et V_t^M les ajustements liés aux autres effets de valorisation, le flux F_t^M pour le mois t est défini comme suit :

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

De la même manière, le flux trimestriel F_t^Q pour le trimestre se terminant le mois t est défini comme suit :

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

où L_{t-3} représente l'encours à la fin du mois $t - 3$ (correspondant à la fin du trimestre précédent) et, par exemple, C_t^Q l'ajustement lié aux reclassements pour le trimestre se terminant le mois t .

En ce qui concerne les séries trimestrielles pour lesquelles les observations mensuelles sont désormais disponibles (cf. ci-après), le flux trimestriel peut être calculé comme la somme des trois flux mensuels du trimestre.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES MENSUELLES

Les taux de croissance peuvent être calculés à partir des flux ou à partir de l'indice des encours corrigés. Si F_t^M et L_t sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

L'indice de base (pour les séries non désaisonnalisées) actuellement retenu est de 100 à décembre 2010. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels a_t relatifs au mois t , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois t , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en h) en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule h). Par exemple, la variation mensuelle a_t^M peut être calculée comme suit :

$$i) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, où a_t est défini comme dans g) ou h) ci-dessus.

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si F_t^Q et L_{t-3} sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice I_t des encours corrigés pour le trimestre s'achevant le mois t est défini comme suit :

$$j) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois t (c'est-à-dire a_t) peuvent être calculés à l'aide de la formule h).

DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO ¹

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ². La désaisonnalisation peut également comporter une correction en fonction du jour de la semaine et, pour certaines séries, elle s'effectue de manière indirecte par une combinaison linéaire de composantes. C'est le cas de M3, calculé par agrégation des séries corrigées des variations saisonnières de M1, M2 moins M1 et M3 moins M2.

Les procédures de désaisonnalisation sont d'abord appliquées à l'indice des encours corrigés ³. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours et aux ajustements liés aux reclassements et aux réévaluations, qui, à leur tour, permettent d'obtenir des flux corrigés des variations saisonnières. Les coefficients saisonniers (et de jour ouvré) sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

SECTIONS 3.1 À 3.5

ÉGALITÉ DES EMPLOIS ET RESSOURCES

Dans la section 3.1, les données respectent une identité comptable élémentaire. En ce qui concerne les opérations non financières, le total des emplois est égal au total des ressources pour chaque catégorie de transaction. Cette identité comptable se reflète également dans le compte financier, ce qui signifie que pour chaque catégorie d'instrument financier, le total des opérations sur actifs financiers est égal au total des opérations sur passifs. En ce qui concerne le compte des autres changements d'actifs et les comptes de patrimoine, le total des actifs financiers est égal au total des passifs pour chaque catégorie d'instrument financier, à l'exception de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux qui, par définition, ne sont un engagement pour aucun secteur.

1 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2010) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

CALCUL DES SOLDES COMPTABLES

Les soldes comptables figurant à la fin de chaque compte dans les sections 3.1 et 3.2 sont calculés comme suit :

Le solde commercial est égal aux importations moins les exportations de biens et services de la zone euro avec le reste du monde.

L'excédent net d'exploitation et le revenu mixte sont définis seulement pour les secteurs résidents et sont calculés comme la valeur ajoutée brute (produit intérieur brut aux prix du marché pour la zone euro) moins la rémunération des salariés (emplois), moins les autres taxes nettes de subventions à la production (emplois) moins la consommation de capital fixe (emplois).

Le revenu national net est défini seulement pour les secteurs résidents et est calculé comme l'excédent net d'exploitation et le revenu mixte plus la rémunération des salariés (ressources) plus les taxes nettes de subventions à la production (ressources) plus les revenus nets de la propriété (ressources moins emplois).

Le revenu disponible net est également défini uniquement pour les secteurs résidents et est égal au revenu national net plus les impôts courants nets sur le revenu et le patrimoine (ressources moins emplois) plus les cotisations sociales nettes (ressources moins emplois) plus les prestations sociales nettes autres que les transferts en nature (ressources moins emplois) plus les autres transferts courants nets (ressources moins emplois).

L'épargne nette est définie pour les secteurs résidents et est calculée comme le revenu net disponible augmenté des ajustements nets des variations des droits nets des ménages sur les fonds de pension (ressources moins emplois) et diminué des dépenses de consommation finale (emplois). Pour le reste du monde, le compte extérieur courant est calculé comme le solde commercial plus l'ensemble des revenus nets (ressources moins emplois).

La capacité nette ou le besoin net de financement est calculé à partir du compte de capital comme l'épargne nette plus les transferts de capitaux nets (ressources moins emplois) moins la formation brute de capital (emplois) moins les acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits (emplois) plus la consommation de capital fixe (ressources). Elle peut aussi être calculée dans le compte financier comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs [également dites variations de la valeur nette (patrimoine) imputables aux transactions]. Pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, il existe une différence statistique entre les soldes comptables calculés à partir du compte de capital ou du compte financier.

Les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des transactions sur actifs financiers moins le total des transactions sur passifs, tandis que les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont calculées comme le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations des passifs.

La valeur financière nette (patrimoine) est calculée comme le total des actifs financiers moins le total des passifs, tandis que les variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont égales à la somme des variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions (capacité ou besoin net de financement du compte financier) et des autres variations de la valeur financière nette (patrimoine).

Les variations de la valeur nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts de capitaux plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) et les autres variations des actifs non financiers.

La valeur nette (patrimoine) des ménages est calculée comme la somme des actifs non financiers et de la valeur financière nette (patrimoine) des ménages.

SECTIONS 4.3 ET 4.4

CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE DES TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIONS COTÉES

Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Ils peuvent être calculés à partir des transactions ou de l'indice des encours corrigés. Si N_t^M représente les transactions (émissions nettes) pour le mois t et L_t l'encours à la fin du mois t , l'indice I_t des encours corrigés pour le mois t est défini comme suit :

$$k) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base retenue est décembre 2008 = 100. Les taux de croissance a_t pour le mois t , c'est-à-dire la variation au cours des douze mois s'achevant le mois t , peuvent être calculés à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$l) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

La méthode de calcul des taux de croissance pour les titres autres que les actions est la même que celle retenue pour les agrégats monétaires, la seule différence étant que l'on utilise « N » au lieu de « F ». Cela permet de montrer que la méthode utilisée pour obtenir les « émissions nettes » dans le cadre des statistiques relatives aux émissions de titres est différente de celle utilisée pour calculer les « flux » équivalents pour les agrégats monétaires.

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois t est calculé comme suit :

$$n) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où I_t représente l'indice des encours corrigés à partir du mois t . De même, pour l'année se terminant le mois t , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$o) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formule de calcul retenue pour la section 4.3 est également utilisée pour la section 4.4 et s'appuie aussi sur celle utilisée pour les agrégats monétaires. La section 4.4 prend en considération des valeurs de marché et le calcul s'effectue à partir des transactions financières, après exclusion des reclassements, des effets de valorisation et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les variations de taux de change ne sont pas incluses, dans la mesure où toutes les actions cotées couvertes sont libellées en euros.

DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES RELATIVES AUX ÉMISSIONS DE TITRES ⁴

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance a_t pour le mois t , c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois t , peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$p) a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TABLEAU I DE LA SECTION 5.1

DÉSAISONNALISATION DE L'IPCH ⁴

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA (cf. la note de bas de page n° 2 figurant à la page S81). La désaisonnalisation de l'IPCH global de la zone euro est effectuée de manière indirecte, par agrégation des séries désaisonnalisées pour la zone euro relatives aux produits alimentaires transformés, aux produits alimentaires non transformés, aux produits manufacturés hors énergie et aux services. On y ajoute l'énergie en données non corrigées, dans la mesure où les statistiques ne font pas ressortir de caractère saisonnier en ce qui concerne ce poste. Les coefficients saisonniers sont révisés tous les ans ou chaque fois que cela est nécessaire.

⁴ Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

TABLEAU 2 DE LA SECTION 7.1**DÉSAISONNALISATION DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ou TRAMO-SEATS selon la rubrique. Les données à l'état brut relatives aux biens et services, aux revenus et aux transferts courants sont précorrignées pour prendre en compte les effets de « jour ouvré » significatifs. Pour les biens et les services, la correction en fonction du facteur « jour ouvré » tient compte des jours fériés nationaux. La désaisonnalisation de ces rubriques est effectuée à l'aide de ces séries précorrignées. La désaisonnalisation du compte de transactions courantes dans son ensemble s'effectue par agrégation des séries désaisonnalisées relatives aux biens, services, revenus et transferts courants. Les coefficients saisonniers (et relatifs aux jours ouvrés) sont révisés tous les semestres ou chaque fois que cela est nécessaire.

SECTION 7.3**CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES ET ANNUELLES**

Le taux de croissance relatif au trimestre t est calculé à partir des flux trimestriels (F_t) et des encours (L_t) comme suit :

$$r) a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.



NOTES GÉNÉRALES

La partie *Euro area statistics* (Statistiques de la zone euro) du *Bulletin mensuel* traite les données relatives à l'ensemble de la zone. Des séries de données plus détaillées et plus longues, comprenant d'autres notes explicatives, peuvent être consultées à la partie *Statistics* du site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu). Elle permet d'accéder aux données sous la rubrique *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) qui comprend des fonctions de recherche et de téléchargement. D'autres services disponibles sous la rubrique *Data Services* (Services de données) incluent l'abonnement aux différentes séries de données et un référentiel des fichiers csv compressés. Pour de plus amples informations, contacter : statistics@ecb.europa.eu.

En règle générale, la date d'arrêt des statistiques figurant dans le *Bulletin mensuel* est celle du jour qui précède la première réunion du mois du Conseil des gouverneurs de la BCE, soit le 8 janvier 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 la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Suède et le Royaume-Uni.

Dans la plupart des cas, la terminologie utilisée dans les tableaux correspond aux normes internationales, telles que figurant dans le Système européen de comptes 1995 et dans le Manuel de la balance des paiements du FMI. Les flux désignent les échanges volontaires (mesurés directement ou indirectement), tandis que les flux au sens large recouvrent également les variations des encours liées aux évolutions des prix et des taux de change, aux abandons de créances et autres changements.

VUE D'ENSEMBLE

Les évolutions des principaux indicateurs pour la zone euro sont retracées dans un tableau synthétique.

STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La section 1.4 présente les statistiques relatives aux réserves obligatoires et aux facteurs de la liquidité. Les périodes de constitution des réserves obligatoires débutent chaque mois le jour du règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs, à l'ordre du jour de laquelle figure l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. Elles

¹ Les données relatives aux statistiques monétaires incluses dans les sections 2.1 à 2.8 portant sur les périodes antérieures à janvier 1999 peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html> et dans le SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

s'achèvent le jour précédant la date de règlement correspondante du mois suivant. Les observations annuelles/trimestrielles se rapportent aux moyennes de la dernière période de constitution de l'année/du trimestre.

Le tableau 1 de la section 1.4 présente les composantes de l'assiette des réserves des établissements de crédit astreints au régime des réserves obligatoires. Les engagements vis-à-vis d'autres établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Lorsqu'un établissement de crédit ne peut justifier du montant des engagements sous la forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les établissements précités, il peut déduire de l'assiette de ses réserves un certain pourcentage de ces engagements. Le pourcentage de déduction appliqué sur les encours de ces titres inclus dans l'assiette des réserves était de 10 % jusqu'en novembre 1999 et s'élève depuis à 30 %.

Le tableau 2 de la section 1.4 contient les données moyennes relatives aux périodes de constitution achevées. Tout d'abord, le montant des réserves obligatoires que doit constituer chaque établissement de crédit est calculé en appliquant au montant des engagements assujettis les taux de réserves définis pour les catégories d'engagements correspondantes, à partir des données de bilan de la fin de chaque mois de calendrier. Ensuite, chaque établissement de crédit déduit de ce chiffre un abattement forfaitaire de 100 000 euros. Les montants de réserves obligatoires sont ensuite agrégés au niveau de la zone euro (colonne 1). Les avoirs en compte courant (colonne 2) sont la moyenne des avoirs quotidiens de réserves agrégés des établissements de crédit, y compris ceux servant à satisfaire à l'obligation de réserves. Les excédents de réserves (colonne 3) sont la moyenne des excédents d'avoirs de réserve sur la période de constitution par rapport au montant des réserves à constituer. Les déficits de réserves (colonne 4) sont définis en termes de moyenne des déficits constatés par rapport aux réserves à constituer sur la période de constitution, calculés pour les établissements de crédit qui n'ont pas satisfait à leurs obligations de réserves. Le taux de rémunération des réserves obligatoires (colonne 5) est égal à la moyenne, sur la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (cf. section 1.3).

Le tableau 3 de la section 1.4 présente la position de liquidité du système bancaire, définie comme étant les avoirs en compte courant en euros des établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Tous les montants sont calculés à partir de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les autres opérations d'absorption de la liquidité (colonne 7) s'entendent hors émissions de certificats de dette effectuées par les BCN durant la phase II de l'UEM. Les autres facteurs nets (colonne 10) représentent les autres rubriques de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les comptes courants des établissements de crédit (colonne 11) correspondent à la différence entre la somme des facteurs d'élargissement de la liquidité (colonnes 1 à 5) et la somme des facteurs d'absorption de la liquidité (colonnes 6 à 10). La base monétaire (colonne 12) est calculée comme étant la somme de la facilité de dépôt (colonne 6), des billets en circulation (colonne 8) et des avoirs en compte courant des établissements de crédit (colonne 11).

STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Le chapitre 2 présente les statistiques de bilan des IFM et des autres sociétés financières. Ces dernières recouvrent les OPCVM (autres que les OPCVM monétaires, qui appartiennent au secteur des IFM), les véhicules financiers *ad hoc*, les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

La section 2.1 présente le bilan agrégé du secteur des IFM, c'est-à-dire la somme des bilans harmonisés de l'ensemble des IFM résidentes de la zone euro. Les IFM recouvrent les banques centrales, les établissements de crédit tels que définis par la législation de l'UE, les OPCVM monétaires et les autres institutions dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts d'entités autres que les IFM, et à consentir pour leur propre compte (du moins en termes économiques) des crédits et/ou effectuer des placements en valeurs mobilières. Une liste complète des IFM est publiée sur le site internet de la BCE.

La section 2.2 présente le bilan consolidé du secteur des IFM, obtenu en effectuant une compensation entre les bilans agrégés des IFM de la zone euro. En raison d'une certaine hétérogénéité des méthodes d'enregistrement, la somme des positions entre les IFM n'est pas toujours égale à zéro ; le solde figure dans la colonne 10, au passif de la section 2.2. La section 2.3 présente les agrégats monétaires de la zone euro et leurs contreparties. Ils sont tirés du bilan consolidé des IFM et comprennent les positions des non-IFM résidentes de la zone euro auprès des IFM résidentes de la zone euro ; ils englobent aussi certains avoirs/engagements monétaires de l'administration centrale. Les statistiques relatives aux agrégats monétaires et à leurs contreparties sont corrigées des variations saisonnières et de l'incidence des jours ouvrés. Dans les sections 2.1 et 2.2, le poste « Engagements envers les non-résidents » présente les portefeuilles des non-résidents de la zone euro en (a) titres d'OPCVM monétaires établis dans la zone euro et (b) titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans et émis par les IFM établies dans la zone euro. En revanche, dans la section 2.3, ces portefeuilles de titres sont exclus des agrégats monétaires et sont enregistrés dans le poste « Créances nettes sur les non-résidents ».

La section 2.4 contient une analyse, ventilée par secteurs, catégories et durées initiales, des prêts accordés par les IFM de la zone euro hors Eurosysteme (le système bancaire). La section 2.5 fournit une analyse, ventilée par secteurs et par instruments, des dépôts détenus auprès du système bancaire de la zone euro. La section 2.6 présente les titres détenus par le système bancaire de la zone euro, ventilés par catégories d'émetteurs. La section 2.7 présente une ventilation trimestrielle par devises de certains postes du bilan des IFM.

Les sections 2.2 à 2.6 fournissent également des taux de croissance annuels en pourcentage sur la base de ces opérations.

Depuis le 1^{er} janvier 1999, les informations statistiques sont collectées et compilées sur la base de divers règlements BCE concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et, depuis juillet 2010, sur la base du règlement BCE/2008/32². Des détails concernant les définitions des secteurs figurent dans le *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers*, troisième édition (BCE, mars 2007).

La section 2.8 présente les encours et les transactions au bilan des OPCVM de la zone euro (autres que les OPCVM monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un OPCVM est un organisme de placement collectif qui investit des capitaux levés auprès du public dans des actifs financiers et/ou non financiers. Une liste complète des OPCVM de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des OPCVM incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres OPCVM. Les titres émis par les OPCVM sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (OPCVM « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres OPCVM »), et par catégories (fonds

² JO L 15 du 20.1.2009

ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les OPCVM de la zone euro. Cette section contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les OPCVM et une ventilation des émetteurs par secteurs économiques quand ils sont résidents de la zone euro.

Depuis décembre 2008, des informations statistiques harmonisées sont collectées et établies sur la base du règlement BCE/2007/8³ relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement. De plus amples informations sur ces statistiques relatives aux OPCVM sont disponibles dans le *Manual on investment fund statistics* (BCE, mai 2009).

La section 2.10 présente le bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* (FVC – *financial vehicle corporations*) résidents de la zone euro. Il s'agit d'entités créées pour effectuer des opérations de titrisation. La titrisation implique généralement le transfert d'un actif ou d'un lot d'actifs à un véhicule financier *ad hoc*, ces actifs étant enregistrés à son bilan sous forme de prêts titrisés, de titres autres que des actions, ou d'autres actifs titrisés. Le risque de crédit associé à un actif ou à un lot d'actifs peut également être transféré à un véhicule financier *ad hoc* par le biais de *swaps* de défaut, de garanties ou d'autres mécanismes. La garantie détenue par le véhicule financier *ad hoc* contre ces expositions prend généralement la forme d'un dépôt constitué auprès d'une IFM ou d'un investissement en titres autres que des actions. En général, les véhicules financiers *ad hoc* titrisent des prêts qui ont été consentis par le secteur des IFM. Ils sont tenus de faire figurer ces prêts dans leurs statistiques de bilan, que les règles comptables applicables permettent ou non aux IFM de les décomptabiliser. Les données relatives à des prêts titrisés par les véhicules financiers *ad hoc* mais conservés au bilan de l'IFM concernée (et qui continuent donc de figurer dans les statistiques des IFM) sont fournies séparément. Ces données trimestrielles sont collectées conformément au règlement BCE/2008/30⁴ depuis décembre 2009.

La section 2.11 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension résidents de la zone euro. Les sociétés d'assurance couvrent à la fois le secteur de l'assurance et celui de la réassurance, tandis que les fonds de pension recensent les entités qui disposent de l'autonomie de décision et tiennent une comptabilité complète (fonds de pension autonomes). Cette section contient également une ventilation géographique et sectorielle des contreparties émettrices de titres autres que des actions détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

COMPTES DE LA ZONE EURO

La section 3.1 présente les comptes trimestriels intégrés de la zone euro, qui fournissent une information complète sur les activités économiques des ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, ainsi que sur l'interaction entre ces secteurs et la zone euro, d'une part, et le reste du monde, d'autre part. Les données brutes en prix courants sont présentées pour le dernier trimestre disponible selon une séquence simplifiée des comptes conformément au cadre méthodologique du Système européen des comptes 1995.

En résumé, la séquence des comptes (transactions) comprend : (a) le compte d'exploitation, qui montre comment l'activité productive se traduit en différentes catégories de revenus ; (b) le compte

³ JO L 211 du 11.8.2007

⁴ JO L 15 du 20.1.2009

d'affectation des revenus primaires, qui enregistre les recettes et les dépenses liées aux différentes formes de revenus de la propriété (pour l'ensemble de l'économie, le solde comptable du compte de revenus primaires est le revenu national) ; (c) le compte de distribution secondaire du revenu, qui montre comment le revenu national d'un secteur institutionnel varie du fait des transferts courants ; (d) le compte d'utilisation du revenu, qui retrace le mode d'affectation du revenu disponible à la consommation ou à l'épargne ; (e) le compte de capital, qui indique comment l'épargne et les transferts nets en capital sont affectés à l'acquisition d'actifs non financiers (le solde comptable du compte de capital fait apparaître une capacité nette ou un besoin net de financement) ; et (f) le compte financier, qui enregistre les acquisitions nettes d'actifs financiers et les flux nets d'engagements. Chaque transaction non financière étant reflétée par une transaction financière, le solde comptable du compte financier est aussi conceptuellement égal à la capacité nette ou au besoin net de financement calculé à partir du compte de capital.

En outre, les comptes de patrimoine d'ouverture et de fermeture sont également présentés, illustrant la santé financière de chaque secteur à un moment donné. Enfin, d'autres variations des actifs et passifs financiers (par exemple, résultant de l'incidence des variations des prix des actifs) figurent également.

La couverture sectorielle du compte financier et des comptes de patrimoine est plus détaillée pour le secteur des sociétés financières, ventilé entre les IFM, les autres intermédiaires financiers (y compris les auxiliaires financiers), et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

La section 3.2 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des comptes non financiers de la zone euro (à savoir les comptes 1 à 5 présentés ci-dessus) qui suivent également la séquence de comptes simplifiée.

La section 3.3 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) des revenus, des dépenses et des comptes d'accumulation des ménages, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique. Les transactions et soldes comptables spécifiques des secteurs sont organisés de manière à retracer plus clairement les décisions de financement et d'investissement des ménages, tout en respectant les identités comptables présentées dans les sections 3.1 et 3.2.

La section 3.4 recense des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des revenus et des comptes d'accumulation des sociétés non financières, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique.

La section 3.5 présente des flux financiers cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) et les encours des comptes de patrimoine financier des sociétés d'assurance et fonds de pension.

MARCHÉS FINANCIERS

Les séries relatives aux statistiques de marchés financiers se rapportant à la zone euro recouvrent les États membres de l'UE ayant adopté l'Euro avant la période sur laquelle portent ces statistiques (composition changeante), à l'exception des statistiques relatives aux émissions de titres (sections 4.1 à 4.4) qui se rapportent à l'Euro 17 pour l'ensemble des séries temporelles (composition fixe).

Les statistiques relatives aux titres autres que les actions et les statistiques relatives aux actions cotées (sections 4.1 à 4.4) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant du SEBC et de la BRI. La section 4.5 présente les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts libellés en euros des résidents de la zone euro et aux prêts en euros qui leur sont consentis. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt du marché monétaire, au rendement des emprunts publics à long terme et aux indices des marchés boursiers (sections 4.6 à 4.8) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant de réseaux d'information financière.

Les statistiques relatives aux émissions de titres couvrent (a) les titres autres que les actions (hors produits financiers dérivés), qui sont présentés dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3, et (b) les actions cotées, qui sont présentées dans la section 4.4. Les titres de créance sont ventilés en titres à court terme et titres à long terme. Les titres à « court terme » sont ceux dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (dans des cas exceptionnels, la durée initiale est inférieure ou égale à 2 ans). Les titres (a) d'une durée initiale plus longue ou (b) aux dates d'échéance optionnelles, dont la dernière est éloignée de plus d'un an, ou (c) aux dates d'échéance indéterminées sont classés dans les émissions à « long terme ». Les titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro sont, en outre, ventilés entre émissions à taux fixe et émissions à taux variable. Les émissions à taux fixe sont celles pour lesquelles le coupon ne varie pas pendant la durée de vie des titres. Les émissions à taux variable incluent toutes les émissions pour lesquelles le coupon est périodiquement refixé par référence à un taux d'intérêt ou à un indice indépendant. Les titres libellés en euros figurant dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3 incluent également ceux libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

La section 4.1 présente les titres autres que des actions par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises. Elle présente les encours, les émissions brutes et les émissions nettes de titres autres que des actions, ventilées en (a) émissions libellées en euros et toutes devises confondues ; (b) émissions par les résidents de la zone euro et total des émissions ; et (c) ensemble des échéances et échéances à long terme. Les émissions nettes diffèrent de la variation des encours en raison d'effets de valorisation, de reclassements et d'autres ajustements. Cette section présente également les statistiques désaisonnalisées relatives, notamment, aux taux de croissance semestriels annualisés pour l'ensemble des titres de créance et les titres de créance à long terme. Les données cvs sont calculées à partir de l'indice des encours fictifs, dont les effets saisonniers ont été supprimés (pour plus de détails, cf. les notes techniques).

La section 4.2 contient une ventilation par secteurs des encours, des émissions brutes et des émissions nettes de résidents de la zone euro conforme au SEC 95. La BCE est incluse dans l'Eurosystème.

Le total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives au total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro figurant dans la section 4.1, colonne 7. Les encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les IFM figurant dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 2, sont globalement comparables aux titres de créance émis, recensés au passif du bilan agrégé des IFM dans le tableau 2 de la section 2.1, colonne 8. Le total des émissions nettes de titres de créance figurant dans le tableau 2 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives aux émissions nettes totales des résidents de la zone euro dans la section 4.1, colonne 9. L'écart résiduel entre les titres de créance à long terme et le total des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable, présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, est dû aux obligations zéro coupon et aux effets de revalorisation.

La section 4.3 présente les taux de croissance désaisonnalisés et bruts des titres de créance émis par les résidents de la zone euro (ventilés par échéances, types d'instruments, secteurs émetteurs et devises), calculés sur la base des transactions financières qui interviennent lorsqu'une entité contracte ou rembourse des engagements. Les taux de croissance excluent, par conséquent, les reclassements, les effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne découlant pas d'opérations. Les taux de croissance désaisonnalisés ont été annualisés à des fins de présentation (cf. les notes techniques pour plus de détails).

Les colonnes 1, 4, 6 et 8 du tableau 1 de la section 4.4 présentent l'encours des actions cotées émises par les résidents de la zone euro, ventilé par secteurs émetteurs. Les données mensuelles relatives aux actions cotées émises par les sociétés non financières correspondent aux séries trimestrielles présentées dans la section 3.4 (compte de patrimoine financier, actions cotées).

Les colonnes 3, 5, 7 et 9 du tableau 1 de la section 4.4 présentent les taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro (ventilés par secteurs émetteurs), établis à partir des transactions financières qui ont lieu lorsque l'émetteur émet ou rembourse des actions en numéraire sans effectuer de placements dans ses propres actions. Le calcul des taux de croissance annuels ne tient pas compte des reclassements, effets de valorisation et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

La section 4.5 présente les statistiques relatives à l'ensemble des taux d'intérêt que les IFM résidentes de la zone euro appliquent aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro correspondent à une moyenne pondérée (par volume d'activité correspondant) des taux d'intérêt appliqués dans les pays de la zone euro pour chaque catégorie.

Les statistiques de taux d'intérêt des IFM sont ventilées par types de couverture d'activité, secteurs, catégories d'instrument et échéances, durées de préavis ou périodes de fixation initiale du taux. Ces statistiques remplacent les dix séries provisoires de taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro qui étaient publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis janvier 1999.

La section 4.6 présente les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro, des États-Unis et du Japon. En ce qui concerne la zone euro, les données couvrent une large gamme de taux d'intérêt, allant des taux d'intérêt des dépôts à vue jusqu'aux taux des dépôts à 12 mois. Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux d'intérêt synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Mis à part le taux au jour le jour avant janvier 1999, les valeurs mensuelles, trimestrielles et annuelles sont des moyennes sur la période. Les taux des dépôts à vue sont représentés par les taux offerts pour les dépôts interbancaires en fin de période jusqu'en décembre 1998 inclus et par des moyennes sur la période du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'Euro (Eonia) après cette date. À compter de janvier 1999, les taux d'intérêt des dépôts à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont les taux interbancaires offerts pour les dépôts en euros (Euribor) ; avant cette date, il s'agissait des taux interbancaires offerts à Londres (Libor) lorsqu'ils étaient disponibles. Pour les États-Unis et le Japon, les taux d'intérêt des dépôts à 3 mois sont représentés par les taux interbancaires offerts à Londres (Libor).

La section 4.7 présente les taux de fin de période estimés à partir des courbes des taux nominaux au comptant basées sur les obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro et libellées en euros. Les courbes de taux sont estimées d'après le modèle de Svensson⁵.

5 L. E. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, n° 1 051, Londres (1994)

Les écarts entre les taux à dix ans et les taux à trois mois et à deux ans sont également publiés. D'autres courbes de taux (publications quotidiennes, comprenant des graphiques et des tableaux) ainsi que les informations méthodologiques correspondantes sont disponibles sur <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>. Les données quotidiennes peuvent également être téléchargées.

La section 4.8 contient les indices boursiers relatifs à la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

La plupart des données qui figurent dans cette section sont élaborées par la Commission européenne (essentiellement Eurostat) et les autorités statistiques nationales. Les résultats de la zone euro sont obtenus par agrégation des données de chacun des pays. Dans la mesure du possible, les données sont harmonisées et comparables. Les statistiques relatives aux indices de coûts de main-d'œuvre, aux composantes du PIB et de la dépense, à la valeur ajoutée par secteurs d'activité économique, à la production industrielle, aux ventes au détail, aux immatriculations automobiles et à l'emploi en termes d'heures travaillées sont corrigées des variations du nombre de jours ouvrés.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) relatif à la zone euro (tableau 1 de la section 5.1) est disponible à partir de 1995. Il est établi sur la base des IPCH nationaux, qui suivent la même méthodologie dans tous les pays de la zone euro. La ventilation par composantes de biens et services est établie à partir de la classification des fonctions de consommation des ménages (Coicop/IPCH). L'IPCH couvre la dépense monétaire de consommation finale des ménages résidant sur le territoire économique de la zone euro. Le tableau comprend les données désaisonnalisées de l'IPCH, calculées par la BCE, et des indices empiriques des prix administrés fondés sur l'IPCH.

Les prix à la production (tableau 2 de la section 5.1), la production industrielle, le chiffre d'affaires dans l'industrie et les ventes au détail (section 5.2) relèvent du règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil du 19 mai 1998 relatif aux statistiques conjoncturelles ⁶. Depuis janvier 2009, la classification révisée des activités économiques (NACE Rév. 2), couverte par le règlement (CE) n° 1893/2006 du Parlement européen et du Conseil du 20 décembre 2006 établissant la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2 et modifiant le règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil ainsi que certains règlements (CE) relatifs à des domaines statistiques spécifiques ⁷, est appliquée pour la production de statistiques conjoncturelles. En ce qui concerne les prix à la production et la production industrielle, la ventilation des produits en fonction de leur utilisation finale correspond à la subdivision harmonisée de l'industrie hors construction (NACE Rév. 2, sections B à E) en grands regroupements industriels, tels que définis dans le règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007 ⁸. Les prix à la production sont les prix de vente sortie d'usine. Ils comprennent les impôts indirects hors TVA et autres taxes déductibles. La production industrielle reflète la valeur ajoutée des secteurs d'activité concernés.

Les deux indices relatifs aux prix des matières premières hors énergie présentés dans le tableau 3 de la section 5.1 sont établis sur la base d'une couverture en matières premières identique, mais les systèmes de pondération sont différents : l'un est fondé sur les importations de la zone euro pour les matières premières considérées (colonnes 2 à 4) et l'autre (colonnes 5 à 7) sur une estimation

⁶ JO L 162 du 5.6.1998

⁷ JO L 393 du 30.12.2006

⁸ JO L 155 du 15.6.2007

de la demande intérieure de la zone euro, ou « utilisation » des matières premières, à partir des informations relatives aux importations, aux exportations et à la production intérieure pour chaque matière première (sans tenir compte, dans un souci de simplicité, des stocks, considérés comme relativement stables sur la période observée). L'indice des prix des matières premières pondéré des importations permet d'analyser les évolutions extérieures, tandis que l'indice pondéré de leur utilisation permet plus spécifiquement d'analyser les tensions qu'exercent les cours mondiaux des matières premières sur l'inflation dans la zone euro. Les indices pondérés de l'utilisation des matières premières sont des données empiriques. Pour de plus amples détails concernant la confection des indices de la BCE relatifs aux prix des matières premières, se reporter à l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

Les indices de coûts de main-d'œuvre (tableau 5 de la section 5.1) mesurent les variations des coûts de main-d'œuvre par heure ouvrée dans l'industrie (y compris la construction) et les services marchands. Leur méthodologie est définie dans le règlement (CE) n° 450/2003 du Parlement européen et du Conseil du 27 février 2003 relatif à l'indice du coût de main-d'œuvre⁹ et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003¹⁰ en portant application. Une ventilation des indices de coûts de main-d'œuvre pour la zone euro est disponible par composantes (salaires et traitements et cotisations sociales des employeurs, plus les charges fiscales induites nettes de subventions) et par activités économiques. La BCE calcule l'indicateur des salaires négociés (rubrique pour mémoire dans le tableau 5 de la section 5.1) sur la base de données nationales non harmonisées.

Les composantes de coûts unitaires de main-d'œuvre (tableau 4 de la section 5.1), le PIB et ses composantes (tableaux 1 et 2 de la section 5.2), les déflateurs du PIB (tableau 3 de la section 5.1) ainsi que les statistiques de l'emploi (tableau 1 de la section 5.3) sont issus des comptes nationaux trimestriels établis sur la base du SEC 95¹¹. Le SEC 95 a été modifié par le règlement (UE) n° 715/2010 du 10 août 2010¹² introduisant les adaptations résultant de la révision de la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en décembre 2011.

Les indices relatifs au chiffre d'affaires dans l'industrie et aux ventes au détail (tableau 4 de la section 5.2) mesurent le chiffre d'affaires, y compris tous les droits et les taxes à l'exception de la TVA, enregistré durant la période de référence. Le chiffre d'affaires des ventes au détail recouvre l'ensemble du commerce de détail, à l'exclusion des véhicules à moteur et motos, et les carburants. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières recouvrent les immatriculations de voitures à usage privé et commercial. La série relative à la zone euro exclut Chypre et Malte.

Les données qualitatives ressortant des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (tableau 5 de la section 5.2) sont issues des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Les taux de chômage (tableau 4 de la section 5.3) suivent les recommandations de l'Organisation internationale du travail (OIT). Ils font référence aux personnes activement à la recherche d'un emploi, rapportées à l'ensemble de la population active, sur la base de critères et de définitions

9 JO L 69 du 13.3.2003

10 JO L 169 du 8.7.2003

11 JO L 310 du 30.11.1996

12 JO L 210 du 11.8.2010

harmonisés. Les estimations relatives à la population active servant à calculer le taux de chômage ne correspondent pas à la somme des niveaux d'emploi et de chômage figurant dans la section 5.3.

FINANCES PUBLIQUES

Les sections 6.1 à 6.5 présentent la situation budgétaire des administrations publiques dans la zone euro. Les données sont en grande partie consolidées et sont établies à partir de la méthodologie du SEC 95. Les agrégats annuels de la zone euro figurant dans les sections 6.1 à 6.3 sont calculés par la BCE sur la base des obligations de déclaration statistique définies dans l'orientation BCE du 31 juillet 2009 relative aux statistiques de finances publiques (BCE/2009/20)¹³. Les données harmonisées fournies par les BCN sont régulièrement mises à jour. Les agrégats annuels relatifs au déficit et à la dette de la zone euro peuvent différer de ceux publiés par la Commission européenne. Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.4 et 6.5 sont calculés par la BCE à partir des données fournies par Eurostat et des données nationales.

La section 6.1 présente les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1500/2000 de la Commission du 10 juillet 2000¹⁴ modifiant le SEC 95. La section 6.2 présente de façon détaillée la dette brute consolidée des administrations publiques en valeur nominale, conformément aux dispositions du Traité relatives à la procédure de déficit excessif (PDE). Les sections 6.1 et 6.2 englobent les données relatives aux déficits/excédents et à la dette des administrations publiques pour les différents pays de la zone euro, en raison de l'importance qu'elles ont dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance telles que déclarées à la Commission européenne conformément au règlement du Conseil (UE) n° 679/2010. La section 6.3 présente les variations de la dette des administrations publiques. La différence entre la variation de la dette publique et le déficit public, l'ajustement dette-déficit, s'explique essentiellement par des opérations de l'État sur des actifs financiers et par des variations de change. La section 6.4 présente les données trimestrielles brutes relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1221/2002 du Parlement européen et du Conseil du 10 juin 2002 sur les comptes trimestriels non financiers des administrations publiques¹⁵. La section 6.5 présente les données trimestrielles relatives à la dette brute consolidée des administrations publiques, à l'ajustement dette-déficit et au besoin de financement des administrations publiques. Les calculs sont effectués à partir des données fournies par les États membres conformément au règlement (CE) n° 501/2004 et au règlement (CE) n° 1222/2004, ainsi que des données communiquées par les BCN.

BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

Les concepts et définitions utilisés pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure (sections 7.1 à 7.4) sont généralement conformes aux recommandations du Manuel de la balance des paiements du FMI (cinquième édition, octobre 1993), à l'orientation de la BCE du 16 juillet 2004 sur les obligations de déclaration statistique établies par la BCE (BCE/2004/15)¹⁶

13 JO L 228 du 1.09.2009

14 JO L 172 du 12.7.2000

15 JO L 179 du 9.7.2002

16 JO L 354 du 30.11.2004

modifiée par l'orientation de la BCE du 31 mai 2007 (BCE/2007/3)¹⁷. Des informations complémentaires concernant les méthodologies et sources utilisées pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure figurent dans la publication de la BCE intitulée *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne) (mai 2007) et dans les rapports des groupes de travail suivants : *Portfolio investment collection systems* (juin 2002), *Portfolio investment income* (août 2003) et *Foreign direct investment* (mars 2004), qui peuvent être téléchargés sur le site internet de la BCE. En outre, un rapport du groupe de travail Qualité de la BCE/Commission européenne (Eurostat) consacré aux statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure (juin 2004) est disponible sur le site internet du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (www.cmfb.org). Le rapport annuel de qualité concernant la balance des paiements et la position extérieure de la zone euro, établi à partir des recommandations du groupe de travail et conforme aux principes fondamentaux du Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE publié en avril 2008, est disponible sur le site internet de la BCE.

Le 9 décembre 2011, l'orientation BCE relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de statistiques extérieures (BCE/2011/23)¹⁸ a été adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cet acte juridique définit de nouvelles obligations de déclaration en matière de statistiques extérieures, qui reflètent principalement les modifications méthodologiques apportées à la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI* (BPM6). La BCE commencera à publier les statistiques de balance des paiements, de position extérieure et de réserves de change de la zone euro conformément à l'orientation BCE/2011/23 et au BPM6 en 2014, avec des données rétrospectives. Les tableaux des sections 7.1 et 7.4 suivent la convention de signes du *Manuel de la balance des paiements du FMI* : les excédents du compte de transactions courantes et du compte de capital sont assortis d'un signe positif, tandis que dans le compte financier, un signe positif indique une augmentation des engagements ou une diminution des avoirs. Dans les tableaux de la section 7.2, les transactions figurant au débit et au crédit sont présentées avec un signe positif. En outre, à partir du *Bulletin mensuel* de février 2008, les tableaux de la section 7.3 sont restructurés de manière à présenter ensemble les données relatives à la balance des paiements, la position extérieure et les taux de croissance qui s'y rapportent ; dans les nouveaux tableaux, les transactions sur les avoirs et les engagements qui correspondent à des augmentations des positions sont assorties d'un signe positif.

La balance des paiements de la zone euro est élaborée par la BCE. Les chiffres mensuels récents doivent être considérés comme provisoires. Les données sont révisées lors de la publication des statistiques relatives au mois suivant et/ou des données détaillées de la balance des paiements trimestrielle. Les données antérieures font l'objet d'une révision périodique ou résultant de modifications de la méthodologie d'élaboration des données d'origine.

Le tableau 1 de la section 7.2 comporte également des données corrigées des variations saisonnières relatives au compte de transactions courantes. Le cas échéant, l'ajustement prend en compte également les effets de jour ouvré, d'année bissextile et/ou des fêtes de Pâques. Le tableau 3 de la section 7.2 et le tableau 9 de la section 7.3 présentent une ventilation géographique de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro vis-à-vis des principaux partenaires, considérés à la fois isolément et par groupes, en établissant une distinction entre les États membres de l'UE

¹⁷ JO L 159 du 20.6.2007

¹⁸ JO L 65 du 3.3.2012

n'appartenant pas à la zone euro et les pays ou zones ne faisant pas partie de l'UE. La ventilation fait également apparaître les transactions et les positions vis-à-vis des institutions de l'UE et des organisations internationales (qui, mis à part la BCE et le Mécanisme européen de stabilité, sont considérées, statistiquement, comme n'appartenant pas à la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux. La ventilation ne couvre pas les transactions ou les positions relatives aux engagements au titre des investissements de portefeuille, aux produits financiers dérivés et aux réserves de change. Par ailleurs, aucune donnée séparée n'est fournie pour les revenus d'investissements versés au Brésil, à la Chine continentale, à l'Inde ou à la Russie. La ventilation géographique est présentée dans l'article intitulé *La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties* du *Bulletin mensuel* de février 2005.

Les données relatives au compte financier de la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro figurant dans la section 7.3 sont calculées sur la base des transactions et des positions vis-à-vis des non-résidents, la zone euro étant considérée comme une entité économique unique (cf., également, l'encadré 9 du *Bulletin mensuel* de décembre 2002, l'encadré 5 du *Bulletin mensuel* de janvier 2007 et l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de janvier 2008). La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (Par exemple, les prêts et les dépôts). La position extérieure trimestrielle est établie à l'aide du même cadre méthodologique que la position extérieure annuelle. Certaines sources de données n'étant pas disponibles tous les trimestres (ou avec un décalage), la position extérieure trimestrielle est en partie estimée à partir des transactions financières, des prix d'actifs et de l'évolution des taux de change.

Le tableau 1 de la section 7.3 récapitule la position extérieure et les transactions financières de la balance des paiements de la zone euro. La ventilation de la variation de la position extérieure annuelle s'obtient en appliquant un modèle statistique aux variations de la position extérieure autres que celles résultant des transactions, au moyen des informations tirées de la ventilation géographique et de la décomposition par devises des avoirs et des engagements, ainsi que des indices de prix appliqués à différents actifs financiers. Dans ce tableau, les colonnes 5 et 6 se rapportent aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « prêts » et « monnaie fiduciaire et dépôts » est effectuée en fonction du secteur de la contrepartie non résidente : les avoirs vis-à-vis des banques non résidentes sont classés dans les dépôts, tandis que les avoirs vis-à-vis des autres secteurs non résidents font partie des prêts. Cette ventilation suit la distinction effectuée dans d'autres statistiques, telles que celles relatives au bilan consolidé des IFM, et a été établie conformément au *Manuel de la balance des paiements du FMI*.

Les avoirs de réserve et autres avoirs et engagements gérés par l'Eurosystème sont présentés dans le tableau 7 de la section 7.3. En raison de différences de couverture et de valorisation, ces données ne sont pas entièrement comparables avec celles apparaissant dans la situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème. Les données du tableau 7 sont conformes aux recommandations établies par le cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises. Par définition, les actifs inclus dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro. Avant que les pays ne participent à la zone euro, les actifs de leurs banques centrales sont enregistrés au sein des investissements de portefeuille (s'agissant des titres) ou des autres investissements (dans le cas des autres actifs). Les variations enregistrées sur les avoirs en or de l'Eurosystème (colonne 3) résultent des transactions effectuées aux termes de l'Accord sur les avoirs

en or des banques centrales du 26 septembre 1999, renouvelé le 27 septembre 2009. Des informations plus détaillées relatives au traitement statistique des avoirs de réserve de l'Eurosystème figurent dans la publication intitulée *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octobre 2000), qui peut être téléchargée sur le site internet de la BCE. Des données plus complètes, conformes au cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises, peuvent également être obtenues sur le site internet de la BCE.

Dans le tableau 8 de la section 7.3, les statistiques relatives à la dette extérieure brute de la zone euro représentent l'encours des engagements effectifs (et non conditionnels) vis-à-vis des non-résidents nécessitant le versement par le débiteur du principal et/ou des intérêts à une ou plusieurs dates ultérieures. Le tableau 8 présente une ventilation par instruments et par secteurs institutionnels de la dette extérieure brute.

La section 7.4 contient une présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, montrant les transactions du secteur des non-IFM qui reflètent les transactions extérieures nettes des IFM. Dans les transactions du secteur des non-IFM figurent des transactions de balance des paiements pour lesquelles aucune ventilation sectorielle n'est disponible. Elles concernent les comptes de transactions courantes et de capital (colonne 2) et les produits financiers dérivés (colonne 11). Une note méthodologique mise à jour relative à la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro peut être consultée à la partie *Statistics* du site internet de la BCE. Cf., également, l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de juin 2003.

La section 7.5 présente des données relatives aux échanges de biens de la zone euro. Ces données proviennent d'Eurostat. Les données relatives aux échanges en valeur et les indices de volume sont corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés. La ventilation par produits présentée dans le tableau 1 de la section 7.5, colonnes 4 à 6 et 9 à 11, est conforme à la classification par grandes catégories économiques et correspond aux principales catégories de biens dans le Système des comptes nationaux. Les produits manufacturés (colonnes 7 et 12) et le pétrole (colonne 13) sont conformes à la définition du CTCI Rév. 4. La ventilation géographique (tableau 3 de la section 7.5) fait apparaître les principaux partenaires commerciaux, à la fois isolément et par groupes régionaux. La Chine ne comprend pas Hong-Kong. Les données relatives au commerce extérieur, notamment pour les importations, ne sont pas totalement comparables avec le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements (sections 7.1 et 7.2), en raison de différences dans les définitions retenues, les classifications, le champ couvert et les dates de recensement. Une partie de l'écart provient de l'inclusion des opérations d'assurance et de fret dans le recensement des importations de biens dans les données de commerce extérieur.

Les prix des produits industriels importés et les prix à la production des produits industriels exportés (ou prix de la production dans l'industrie pour les marchés extérieurs) présentés dans le tableau 2 de la section 7.5 ont été introduits par le règlement (CE) n° 1158/2005 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil, qui constitue le principal fondement juridique des statistiques conjoncturelles. L'indice des prix à l'importation dans l'industrie recouvre les produits industriels importés de pays n'appartenant pas à la zone euro, conformément aux sections B à E de la classification statistique des produits associée aux activités dans la Communauté économique européenne (nomenclature CPA), ainsi que l'ensemble des secteurs institutionnels des pays importateurs à l'exception des ménages, des administrations publiques et des institutions sans but lucratif. Il reflète le prix CAF (coût, assurance et fret) hors droits et taxes à l'importation, et concerne les transactions effectivement réalisées en euros au moment du transfert de la propriété des biens. Les prix à l'exportation dans l'industrie recouvrent l'ensemble des produits industriels directement

exportés par les producteurs de la zone euro vers les marchés hors zone euro, conformément aux sections B à E de la NACE Rév. 2. Les exportations des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte. Les indices reflètent le prix franco à bord (FAB) exprimé en euros et calculé aux frontières de la zone euro, comprenant les taxes indirectes à l'exception de la TVA et les autres taxes déductibles. Les prix à l'importation et à l'exportation dans l'industrie sont ventilés par grands regroupements industriels au sens du règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 11 du Bulletin mensuel de décembre 2008.

TAUX DE CHANGE

La section 8.1 présente les indices de taux de change effectif (TCE) nominal et réel de l'euro, calculés par la BCE à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'Euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive traduit une appréciation de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés avec ces partenaires commerciaux sur les périodes comprises entre 1995 et 1997, 1998 et 2000, 2001 et 2003, 2004 et 2006 et 2007 et 2009, et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les indices de TCE sont obtenus par chaînage des indicateurs sur la base de chacun de ces cinq ensembles de pondérations à la fin de chaque période de trois ans. L'indice TCE ainsi établi a comme période de base le premier trimestre 1999. Le groupe TCE-21 de partenaires commerciaux inclut les onze 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-20 n'inclut pas la Croatie. Le groupe TCE-40 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-21, 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-20.

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 2010 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 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,25 %, 0,75 % et 0,00 %.





PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

DOCUMENTS DE RECHERCHE

- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques (*Occasional paper series*)
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.

Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus gratuitement, dans la limite des stocks disponibles, sous forme d'abonnement ou à l'unité, en contactant l'adresse suivante : info@ecb.europa.eu.



GLOSSAIRE

Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Abandon de créances (*Write-off*) : sortie du bilan des IFM de la valeur des prêts lorsque ces derniers sont considérés comme étant totalement irrécouvrables.

Actions (*Equities*) : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise, notamment les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administrations publiques (*General government*) : secteur défini dans le SEC 95 comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [*Deficit-debt adjustment (general government)*] : écart entre le déficit des administrations publiques et la variation de leur dette.

Appel d'offres à taux fixe (*Fixed rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir au taux d'intérêt fixé.

Appel d'offres à taux variable (*Variable rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles souhaitent être servies.

Autres investissements (*Other investment*) : rubrique de la balance des paiements et de la position extérieure recensant les opérations financières/positions à l'égard des non-résidents en crédits commerciaux, dépôts et crédits et autres comptes à recevoir/à payer.

Avoirs de réserve internationaux (*International reserves*) : avoirs extérieurs gérés par les autorités monétaires et dont elles peuvent disposer rapidement afin de financer ou de réguler directement l'ampleur des déséquilibres en matière de paiements, par le biais d'une intervention sur les marchés de change. Les avoirs de réserve internationaux de la zone euro recouvrent les créances sur les non-résidents de la zone euro libellées dans une devise autre que l'euro, l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve de l'Eurosystème auprès du FMI.

Balance des paiements [*Balance of payments (b.o.p.)*] : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde.

Besoin de financement des administrations publiques [*Borrowing requirement (general government)*] : accroissement net de la dette des administrations publiques.

Bilan consolidé du secteur des IFM (*Consolidated balance sheet of the MFI sector*) : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur

des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de M3.

Compte de capital (*Capital account*) : compte de la balance des paiements qui couvre tous les transferts en capital et les acquisitions moins les cessions d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents.

Comptes de capital (*Capital accounts*) : partie du système de comptes nationaux (ou de la zone euro) décrivant la variation de la valeur nette due à l'épargne nette, aux transferts nets en capital et aux acquisitions nettes d'actifs non financiers.

Compte financier (*Financial account*) : compte de la balance des paiements qui couvre les opérations effectuées entre résidents et non-résidents sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et d'autres investissements, ainsi que les opérations sur produits financiers dérivés et avoirs de réserve.

Comptes financiers (*Financial accounts*) : partie du système des comptes nationaux (ou de la zone euro) présentant les situations financières (encours ou bilans), les opérations financières et autres changements des différents secteurs institutionnels d'une économie par type d'actifs financiers.

Compte de revenus (*Income account*) : compte de la balance des paiements qui retrace deux types de transactions avec les non-résidents, à savoir (a) celles concernant la rémunération des salariés non résidents (travailleurs transfrontières, saisonniers et autres contrats de courte durée) et (b) celles concernant les revenus d'investissements perçus et versés relatifs aux avoirs et aux engagements financiers extérieurs, ces derniers recouvrant les revenus perçus et versés sur les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ainsi que les revenus perçus sur les avoirs de réserve.

Compte de transactions courantes (*Current account*) : compte de la balance des paiements qui couvre toutes les transactions portant sur les biens et services, les revenus et les transferts courants entre résidents et non-résidents.

Compte de transferts courants (*Current transfers account*) : compte technique de la balance des paiements dans lequel la valeur des ressources réelles ou des actifs financiers est enregistrée au moment de leur transfert, sans contrepartie économique. Les transferts courants recouvrent tous les transferts autres que les transferts en capital.

Courbe des rendements (*Yield curve*) : représentation graphique de la relation existant, à un instant donné, entre le taux d'intérêt ou rendement et l'échéance résiduelle pour des titres de créance suffisamment homogènes et assortis de dates d'échéance différentes. La pente de la courbe peut être mesurée comme la différence entre les taux d'intérêt ou rendement à deux échéances représentatives.

Cours pivot [*Central parity (ou central rate)*] : taux de change par rapport à l'euro de chacune des monnaies participant au MCE II, et autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

Coûts unitaires de main-d'œuvre (*Unit labour costs*) : mesure des coûts totaux de main-d'œuvre par unité de production, calculés pour la zone euro en rapportant la rémunération totale par salarié à la productivité du travail (définie comme le PIB en volume par personne employée).

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (*MFI credit to euro area residents*) : prêts des IFM accordés aux résidents non-IFM de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et titres de créance).

Déficit des administrations publiques [*Deficit (general government)*] : besoin net de financement des administrations publiques correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

Déflation (*Deflation*) : phénomène de baisse significative et persistante des prix d'un très large éventail de biens de consommation et de services, qui devient ancrée dans les anticipations.

Désinflation (*Disinflation*) : processus de ralentissement de l'inflation qui peut aboutir à des taux d'inflation négatifs de nature temporaire.

Dettes (comptes financiers) [*Debt (financial accounts)*] : prêts souscrits par les ménages et prêts, titres de créance et provisions pour fonds de pension des sociétés non financières (résultant des engagements directs de l'employeur au titre de la retraite de ses salariés), comptabilisés aux prix de marché en fin de période.

Dettes des administrations publiques [*Debt (general government)*] : total des dettes brutes (monnaie fiduciaire et dépôts, crédits et titres autres qu'actions à l'exclusion des produits dérivés) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les administrations publiques.

Dettes extérieures brutes (*Gross external debt*) : montant des engagements contractuels en cours effectifs (c'est-à-dire non conditionnels) d'une économie comportant obligation de remboursement du principal et/ou de paiement des intérêts à des non-résidents à un moment donné futur.

Échanges de biens (*External trade in goods*) : exportations et importations de biens avec les pays hors zone euro, mesurées en termes de valeur et d'indices de volume et de valeur unitaire. Les statistiques relatives aux échanges de biens ne sont pas directement comparables avec les exportations et importations enregistrées dans les comptes nationaux, ces derniers incluant à la fois les opérations intra-zone euro et avec le reste du monde, et englobant les biens et les services. Elles ne sont pas plus entièrement comparables avec la rubrique des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements. Outre les ajustements méthodologiques, la principale différence réside dans le fait que, dans les statistiques relatives aux échanges de biens, les importations incluent les activités d'assurance et de fret alors qu'elles sont enregistrées franco à bord dans les statistiques de balance des paiements.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (*MFI longer-term financial liabilities*) : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les IFM de la zone euro et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

Enquêtes auprès des directeurs d'achat de la zone euro (*Eurozone Purchasing Managers' Surveys*) : enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière et les services effectuées pour un certain nombre de pays de la zone euro et servant à établir des indices. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier de la zone euro est un indicateur pondéré calculé à partir de sous-indices relatifs aux variations de la production, aux nouvelles commandes, à l'emploi, aux délais de livraison des fournisseurs et aux stocks

de marchandises. L'enquête relative au secteur des services de la zone euro comporte des questions sur le volume d'activité, le volume d'activité escompté, le volume des affaires en cours, les nouvelles commandes reçues, l'emploi, les prix des intrants et les prix facturés. L'indice composite de la zone euro est calculé en associant les résultats respectifs des enquêtes sur l'industrie manufacturière et sur le secteur des services.

Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) [Survey of Professional Forecasters (SPF)] : enquête trimestrielle menée par la BCE depuis 1999 afin de collecter des prévisions macroéconomiques concernant l'inflation, la croissance du PIB en volume et le chômage dans la zone euro auprès d'un panel d'experts affiliés aux organismes financiers et non financiers de l'UE.

Enquêtes de la Commission européenne (European Commission surveys) : enquêtes harmonisées effectuées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs de chaque État membre de l'UE pour le compte de la Commission européenne. Ces enquêtes sous forme de questionnaire s'adressent aux chefs d'entreprise des secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce de détail et des services, ainsi qu'aux consommateurs. À l'issue de chaque enquête mensuelle, des indicateurs composites sont calculés afin de synthétiser, au sein d'un indicateur unique (indicateurs de confiance), les réponses fournies à un certain nombre de questions.

Enquête sur la distribution du crédit bancaire [Bank lending survey (BLS)] : enquête trimestrielle, menée par l'Eurosystème depuis janvier 2003, concernant les politiques du crédit. Elle consiste à poser à un échantillon prédéfini de banques de la zone euro des questions qualitatives concernant l'évolution des critères d'octroi des prêts, des modalités de prêt et de la demande de prêts émanant à la fois des entreprises et des ménages.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour) [EONIA (Euro overnight index average)] : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (Euro interbank offered rate)] : taux auquel une banque dite de premier rang est disposée à prêter des fonds (libellés en euros) à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement, à partir des taux d'un échantillon représentatif d'établissements bancaires, pour différentes échéances inférieures ou égales à douze mois.

Eurosystème (Eurosystem) : système de banque centrale composé de la BCE et des BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Excédent de liquidité (Excess liquidity) : montant des réserves de banque centrale détenu par les banques en sus des besoins de l'ensemble du système bancaire, qui sont déterminés par les réserves obligatoires et les facteurs autonomes.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles d'effectuer, de leur propre initiative, des dépôts à 24 heures auprès de la BCN de leur juridiction respective. Ces dépôts sont rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé qui représente généralement un plancher pour les taux d'intérêt du marché au jour le jour.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility) : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles, à leur propre initiative, d'obtenir des crédits à 24 heures

auprès de la BCN de leur juridiction à un taux prédéterminé sous forme d'une opération de cession temporaire. Le taux d'intérêt appliqué aux prêts accordés dans le cadre de la facilité de prêt marginal constitue normalement un plafond pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour.

Facteurs autonomes de la liquidité (*Autonomous liquidity factors*) : facteurs de la liquidité ne résultant pas normalement de l'utilisation des instruments de politique monétaire. Il s'agit notamment des billets en circulation, des dépôts de l'administration publique auprès de la banque centrale et des réserves nettes de change de la banque centrale.

Forward guidance (Indications sur l'orientation de la politique monétaire) : communication du Conseil des gouverneurs sur l'orientation conditionnelle de la politique monétaire en ce qui concerne la trajectoire future des taux directeurs de la BCE.

Garanties (*Collateral*) : actifs mis en nantissement ou transférés en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés dans le cadre d'accords de pension. Les garanties utilisées dans les opérations de cession temporaire de l'Eurosystème doivent satisfaire à certains critères d'éligibilité.

IFM (Institutions financières monétaires) [MFIs (*monetary financial institutions*)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la zone euro. Elles incluent (a) l'Eurosystème, (b) les établissements de crédit résidents (tels que définis par la législation européenne), (c) les autres institutions financières dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières, ainsi que les établissements de monnaie électronique dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière sous la forme d'émission de monnaie électronique et (d) les OPCVM monétaires, c'est-à-dire des organismes de placement collectif qui investissent dans des instruments à court terme et à faible risque.

Indice des coûts horaires de main-d'œuvre (*Hourly labour cost index*) : mesure des coûts de main-d'œuvre comprenant les salaires et traitements bruts (en numéraire ou en nature, y compris les primes) et les autres coûts de main-d'œuvre (les cotisations sociales patronales plus les taxes sur la masse salariale moins les subventions perçues par les employeurs) par heure effectivement travaillée (y compris les heures supplémentaires).

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*] : mesure de l'évolution des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

Indice des salaires négociés (*Index of negotiated wages*) : mesure de l'issue directe des négociations dans le cadre des conventions collectives en termes de rémunération de base (c'est-à-dire hors primes) au niveau de la zone euro. Cet indice fait référence à la variation moyenne attendue des salaires et traitements mensuels.

Inflation (*Inflation*) : augmentation du niveau général des prix, par exemple de l'indice des prix à la consommation.

Investissements directs (*Direct investment*) : investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquérir un intérêt durable (en pratique, participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions

ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays. Ils recouvrent les opérations en capital, les bénéfices réinvestis et les autres opérations en capital liées à des prêts intragroupes. Ce poste enregistre les transactions/positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux actifs à l'étranger (« investissements directs des résidents à l'étranger ») et les transactions/positions nettes des non-résidents relatives aux actifs de la zone euro (« investissements directs des non-résidents dans la zone euro »).

Investissements de portefeuille (*Portfolio investment*) : transactions et/ou positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations sur actions et titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire). Les opérations sont enregistrées au prix effectif payé ou reçu, moins les commissions et les frais. Pour entrer dans la catégorie des investissements de portefeuille, la part du capital détenue dans une entreprise doit être inférieure à 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote.

M1 : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des IFM et de l'administration centrale (par exemple : Poste, Trésor).

M2 : agrégat monétaire intermédiaire comprenant M1 plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des IFM et de l'administration centrale.

M3 : agrégat monétaire large comprenant M2 plus les instruments négociables, notamment les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (*exchange rate mechanism II*)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la zone euro et les États membres de l'UE ne participant pas à la phase III de l'UEM.

Obligations d'État indexées (*Inflation-indexed government bonds*) : titres de créance émis par les administrations publiques, dont les versements de coupons et la valeur du principal sont liés à un indice de prix à la consommation spécifique.

Offres d'emploi (*Job vacancies*) : terme collectif désignant à la fois les créations d'emploi récentes, les emplois non pourvus ou ceux appelés à être vacants dans un avenir proche et ayant donné lieu, sur la période récente, à des démarches actives de la part de l'employeur, en vue de trouver un candidat répondant au profil du poste.

OPCVM (hors OPCVM monétaires) [*Investment funds (except money market funds)*] : institutions financières qui regroupent les capitaux levés auprès du public et les investissent dans des actifs financiers et non financiers. Cf., également, IFM.

Opération de cession temporaire (*Reverse transaction*) : opération par laquelle la BCN achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Opération d'*open market* (*Open market operation*) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. Ces opérations recouvrent les opérations de cession temporaire,

les opérations ferme ainsi que les reprises de liquidité en blanc, l'émission de certificats de dette et les *swaps* de change. Les opérations d'*open market* peuvent fournir ou absorber de la liquidité.

Opération principale de refinancement [Main refinancing operation (MRO)] : opération d'*open market* effectuée par l'Eurosystème de manière régulière sous forme d'opérations de cession temporaire. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme [Longer-term refinancing operations (LTRO)] : opération d'*open market* d'une durée supérieure à une semaine effectuée par l'Eurosystème sous forme d'une opération de cession temporaire. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Au cours des turbulences apparues sur les marchés financiers en août 2007, des opérations supplémentaires assorties d'une échéance allant d'une période de constitution de réserves à 36 mois ont été effectuées, selon des fréquences variables.

Opération de retrait de liquidité (Liquidity-absorbing operation) : opération par laquelle l'Eurosystème absorbe de la liquidité pour réduire l'excédent de liquidité, ou afin de créer une pénurie de liquidité. Ces opérations peuvent être réalisées sous forme d'émission de certificats de dette ou de reprises de liquidité en blanc.

Parité de pouvoir d'achat [Purchasing power parity (PPP)] : taux auquel une monnaie est convertie dans une autre pour égaliser le pouvoir d'achat des deux monnaies en éliminant les différences des niveaux de prix prévalant dans les deux pays concernés. Dans leur forme la plus simple, les parités de pouvoir d'achat montrent le rapport entre des prix exprimés dans la monnaie nationale pour le même bien ou service dans différents pays.

Point mort d'inflation (Break-even inflation rate) : écart entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'une obligation indexée sur l'inflation d'échéance comparable (ou qui s'en rapproche le plus).

Population active (Labour force) : somme totale des personnes occupant un emploi et des chômeurs.

Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets) : créances du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (comme l'or, les devises étrangères — billets et pièces — les titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les dépôts des non-résidents de la zone euro, les pensions, leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires et titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

Position extérieure [International investment position (i.i.p.)] : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

Prix à la production (Industrial producer prices) : prix sortie d'usine (hors coûts de transport) de tous les produits vendus par l'industrie hors construction sur le marché intérieur des pays de la zone euro, à l'exclusion des importations.

Procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale (Fixed rate full-allotment tender procedure) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale (taux fixe) et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles

souhaitent obtenir à ce taux, en sachant à l'avance que toutes leurs soumissions seront satisfaites (allocation intégrale).

Production industrielle (*Industrial production*) : valeur ajoutée brute créée par l'industrie à prix constants.

Productivité du travail (*Labour productivity*) : production pouvant être réalisée avec une quantité donnée de facteur travail. Elle peut être mesurée de plusieurs façons mais correspond généralement au PIB en volume divisé soit par l'emploi total, soit par le nombre total d'heures travaillées.

Produit intérieur brut (PIB) [*Gross domestic product (GDP)*] : valeur totale des biens et services produits dans une économie moins les consommations intermédiaires, moins les impôts indirects plus les subventions d'exploitation. Le PIB peut s'entendre dans l'optique produit, dépense ou revenu. Les principaux agrégats de dépense du PIB sont la consommation finale des ménages, la consommation finale des administrations publiques, la formation brute de capital fixe, la variation des stocks, les exportations nettes de biens et services (y compris les échanges intra-zone euro).

Ratio de déficit (administrations publiques) [*Deficit ratio (general government)*] : rapport entre le déficit des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif. Il est également désigné par les termes ratio de déficit budgétaire ou ratio de déficit public.

Ratio dette publique/PIB (administrations publiques) [*Debt-to-GDP ratio (general government)*] : rapport entre la dette des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif.

Réduction de créances (*Write-down*) : ajustement à la baisse de la valeur des prêts enregistrés dans les bilans des IFM lorsqu'il est reconnu que les prêts sont devenus en partie irrécouvrables.

Rémunération par tête ou par heure travaillée (*Compensation per employee or per hour worked*) : rémunération totale, en numéraire ou en nature, versée par les employeurs aux salariés, à savoir les salaires et traitements bruts, ainsi que les primes, heures supplémentaires et les cotisations de sécurité sociale versées par l'employeur, divisée par le nombre total de salariés ou par le nombre total d'heures travaillées.

Réserves obligatoires (*Reserve requirement*) : obligation faite aux établissements de crédit de constituer un montant minimum de réserves auprès de la banque centrale sur une période de constitution. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte de réserves de l'établissement sur la période de constitution.

Sociétés d'assurance et fonds de pension (*Insurance corporations and pension funds*) : sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation de risques.

Solde budgétaire structurel (administrations publiques) [*Structural fiscal balance (general government)*] : solde budgétaire effectif corrigé des facteurs conjoncturels (c'est-à-dire solde corrigé du cycle) et des mesures budgétaires exceptionnelles.

Soutien renforcé du crédit (*Enhanced credit support*) : mesures non conventionnelles prises par la BCE/l'Eurosystème au cours de la crise financière en vue de soutenir les conditions de financement et les flux de crédit au-delà de ce qui pourrait être réalisé par le seul biais des réductions des taux directeurs de la BCE.

Stabilité des prix (*Price stability*) : selon la définition du Conseil des gouverneurs, une progression de l'IPCH inférieure à 2 % par an pour la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [*Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*] : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les indices de TCE de l'euro sont calculés par rapport à différents groupes de partenaires commerciaux : le TCE-20 comprend les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE, et le TCE-40 recouvre le groupe TCE-20 et vingt autres pays. Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de produits manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

Taux directeurs de la BCE (*Key ECB interest rates*) : taux d'intérêt fixés par le Conseil des gouverneurs, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Il s'agit du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt.

Taux d'intérêt des IFM (*MFI interest rates*) : taux d'intérêt que les établissements de crédit et autres IFM résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro et aux prêts qui leur sont consentis.

Taux de soumission maximal (*Maximum bid rate*) : taux d'intérêt maximal auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations de retrait de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

Taux de soumission minimal (*Minimum bid rate*) : taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations d'apport de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

Titre de créance (*Debt security*) : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

Titrisation (*Securitisation*) : opération ou montage permettant la cession d'un actif ou d'un portefeuille de créances, souvent constitué de prêts (prêts immobiliers, prêts à la consommation, etc.), du cédant (généralement un établissement de crédit) à un véhicule financier. Celui-ci transforme ces actifs en titres négociables en émettant des titres souscrits par les investisseurs. Les flux d'intérêts et de remboursement sur le portefeuille de créances qu'il a achetées aux banques permettent le service de la dette qu'il émet.

Valeur de référence pour la croissance de M3 (*Reference value for M3 growth*) : taux de croissance annuel de M3 jugé compatible avec la stabilité des prix à moyen terme.

Véhicule financier *ad hoc* [Financial vehicle corporation (FVC)] : entité dont l'activité principale consiste à effectuer des opérations de titrisation. Un véhicule financier *ad hoc* émet généralement des titres négociables qui sont commercialisés auprès du grand public, ou vendus sous forme de placements privés. Ces titres sont adossés à un portefeuille d'actifs (habituellement des prêts) qui sont détenus par le véhicule financier *ad hoc*. Dans certains cas, l'opération de titrisation peut faire intervenir plusieurs véhicules financiers *ad hoc*, l'un détenant les actifs titrisés et un autre émettant les titres adossés à ces actifs.

Volatilité (*Volatility*) : degré de fluctuation d'une variable donnée.

Volatilité implicite (*Implied volatility*) : volatilité attendue (c'est-à-dire l'écart type) des taux de variation du prix d'un actif, notamment d'une obligation ou d'une action. Elle peut être calculée à partir du prix d'un actif, de sa date d'échéance et du prix d'exercice de ses options, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options, tel que le modèle Black-Scholes.

Zone euro (*Euro area*) : zone constituée par les États membres de l'UE dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Directeur de la publication : Nathalie AUFAUVRE
Secrétaire général

Impression : STIPA, Montreuil (93)

Dépôt légal : Janvier 2014

