



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



## BULLETIN MENSUEL JUILLET 2014

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

© Banque centrale européenne, 2014

**Adresse**

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

**Adresse postale**

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

**Téléphone**

+49 69 13 44 0

**Internet**

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

**Télécopie**

+49 69 13 44 60 00

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

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

*La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 2 juillet 2014.*

ISSN 1561-0306 (version papier)

ISSN 1725-2989 (internet)



# TABLE DES MATIÈRES

<b>ÉDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES</b>	
1 Environnement extérieur de la zone euro	9
Encadré 1 Évolutions de la compréhension des élasticités du commerce mondial	10
Encadré 2 Évolution des cours des matières premières et leur incidence sur l'inflation au niveau mondial	15
2 Évolutions monétaires et financières	22
Encadré 3 Les taux d'intérêt réels dans la zone euro : une perspective à plus long terme	32
Encadré 4 Les primes de risque d'inflation dans les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés	36
3 Prix et coûts	42
Encadré 5 Évolutions récentes des prévisions d'inflation et anticipations d'inflation à court et à long terme dans la zone euro	47
4 Production, demande et marché du travail	50
Encadré 6 Prévoir la vigueur des phases de reprise économique	51
Encadré 7 Les effets macroéconomiques des réformes structurelles	60
<b>ARTICLES</b>	
Les taux d'intérêt sans risque dans la zone euro : problèmes de mesure, évolutions récentes et importance pour la politique monétaire	65
L'accès des PME au financement dans la zone euro : obstacles et solutions envisageables	83
La courbe de Phillips dans la zone euro	105
<b>STATISTIQUES DE LA ZONE EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANNEXES</b>	
Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème	I
Publications de la Banque centrale européenne	V
Glossaire	VII

## ABRÉVIATIONS

### PAYS

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

### AUTRES

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

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



## ÉDITORIAL

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 3 juillet 2014, de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les dernières informations indiquent que la reprise modérée de l'économie de la zone euro s'est poursuivie au deuxième trimestre, avec des taux d'inflation bas et une faible croissance de la monnaie et du crédit. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et à long terme pour la zone euro restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %. La combinaison de mesures de politique monétaire annoncées le mois dernier a déjà conduit à un nouvel assouplissement de l'orientation de la politique monétaire. Les opérations monétaires qui doivent avoir lieu au cours des prochains mois renforceront cette orientation accommodante et soutiendront l'activité de prêt bancaire. En se transmettant progressivement à l'économie, ces mesures contribueront à ramener les taux d'inflation à des niveaux plus proches de 2 %. S'agissant des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE, compte tenu des perspectives d'inflation, ces taux resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée. En outre, le Conseil des gouverneurs affirme unanimement son engagement à recourir également à des instruments non conventionnels dans le cadre de son mandat s'il devenait nécessaire de continuer à répondre aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation. Le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à maintenir l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et à long terme.

Dans le prolongement des décisions prises début juin, le Conseil des gouverneurs a également décidé de modalités spécifiques concernant les opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Ces opérations ont pour but d'améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire en soutenant le crédit à l'économie réelle. Comme annoncé le mois dernier, le Conseil des gouverneurs a également commencé à intensifier les travaux préparatoires relatifs à des achats fermes sur le marché des ABS (*asset-backed securities* – titres adossés à des actifs), afin d'améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

En ce qui concerne l'analyse économique, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre de l'année. Les indicateurs économiques, notamment les résultats d'enquêtes disponibles jusqu'en juin, indiquent une poursuite de la reprise très progressive de l'activité au deuxième trimestre 2014. Pour la suite, la demande intérieure devrait être soutenue par une série de facteurs, au nombre desquels la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire et l'amélioration en cours des conditions de financement. En outre, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, ainsi que l'accroissement du revenu réel disponible, devraient apporter une contribution positive à la croissance économique. Par ailleurs, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique en cours au niveau mondial. Cela étant, même si les marchés du travail ont montré de nouveaux signes d'amélioration, le chômage demeure important dans la zone euro et, globalement, le niveau des capacités de production inutilisées reste élevé. De plus, le rythme annuel de variation des prêts des IFM au secteur privé est resté négatif en mai, tandis que le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé devrait continuer de peser sur le rythme de la reprise économique.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro demeurent orientés à la baisse. En particulier, des risques géopolitiques ainsi que les évolutions dans les économies de marché émergentes et sur les marchés financiers internationaux pourraient influencer négativement sur la situation économique, notamment au travers d'effets sur les prix de l'énergie et sur la demande mondiale de produits de la zone euro. Un autre risque à la baisse a trait à l'insuffisance des réformes structurelles dans les pays de la zone euro ainsi qu'à une demande intérieure plus faible que prévu.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,5 % en juin 2014, sans changement par rapport à mai. S'agissant de ses principales composantes, la hausse des prix des services s'est accentuée, passant de 1,1 % en mai à 1,3 % en juin, tandis que la variation des prix des produits alimentaires est ressortie à -0,2 %, après 0,1 %. D'après les informations actuelles, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et long terme pour la zone euro restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Le Conseil des gouverneurs considère que les risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont limités et globalement équilibrés à moyen terme. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs suivra attentivement les éventuelles répercussions des risques géopolitiques et des évolutions du taux de change.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données relatives à mai 2014 continuent d'indiquer une expansion sous-jacente atone de la monnaie au sens large (M3). La croissance annuelle de M3 est ressortie à 1,0 % en mai, contre 0,7 % en avril. La croissance de l'agrégat monétaire étroit M1 est revenue à 5,0 % en mai, après 5,2 % en avril. La progression de la position extérieure nette des IFM, qui reflète en partie l'intérêt persistant des investisseurs internationaux pour les actifs de la zone euro, a représenté récemment un facteur important de soutien à l'expansion annuelle de M3.

Le rythme annuel de variation des prêts accordés aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est inscrit à -2,5 % en mai 2014, contre -2,8 % en avril. L'activité de prêt aux sociétés non financières demeure atone, reflétant le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit, des facteurs liés à l'offre de crédits ainsi que l'ajustement en cours des bilans des agents financiers et non financiers. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à 0,5 % en mai 2014, soit un niveau globalement inchangé depuis début 2013.

Dans ce contexte de faible croissance du crédit, l'évaluation complète des bilans des banques que la BCE effectue actuellement revêt une importance primordiale. Les banques doivent mettre pleinement à profit cet exercice pour améliorer leur solvabilité et leur niveau de fonds propres, soutenant ainsi les possibilités d'expansion du crédit lors des prochaines étapes de la reprise.

En résumé, l'analyse économique indique que le niveau actuellement faible de l'inflation devrait laisser place à une hausse progressive des taux de l'IPCH pour atteindre des niveaux plus proches de 2 %. Un recouplement avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme ce scénario.

En ce qui concerne les finances publiques, l'assainissement budgétaire considérable mené à bien ces dernières années a contribué à réduire les déséquilibres budgétaires. Des réformes structurelles importantes ont amélioré la compétitivité et accru la capacité d'ajustement des marchés du travail et des biens et services des différents pays. Toutefois, des défis importants restent à relever. Afin de renforcer les fondements d'une croissance durable et de finances publiques saines, les pays de la zone euro ne doivent pas compromettre les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire, conformément au Pacte de stabilité et de croissance, et doivent poursuivre les réformes structurelles au cours des prochaines années. L'assainissement budgétaire doit être conçu de façon à favoriser la croissance et les réformes structurelles doivent s'attacher à encourager les investissements privés et la création d'emplois. Une mise en œuvre complète et cohérente des cadres budgétaire et de

surveillance macroéconomique existants au sein de la zone euro est essentielle pour faire baisser les ratios élevés de dette publique, pour relever le potentiel de croissance et pour accroître la résistance de la zone aux chocs.

Le Conseil des gouverneurs a également annoncé le 3 juillet 2014 que ses réunions de politique monétaire se tiendront toutes les six semaines à compter de janvier 2015. Les périodes de constitution des réserves seront étendues à six semaines pour s'accorder à cette nouvelle fréquence. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs s'engage, à partir de la réunion de janvier 2015, à publier des comptes rendus réguliers des réunions de politique monétaire.

La présente édition du *Bulletin mensuel* contient trois articles. Le premier étudie la notion de taux d'intérêt sans risque dans la zone euro ainsi que son importance pour l'économie en général et la politique monétaire en particulier. Le deuxième article décrit les difficultés qu'ont rencontrées les petites et moyennes entreprises pendant la crise financière et fournit une vue d'ensemble des instruments existants et envisageables en vue de renforcer l'accès au financement pour cette catégorie d'entreprises. Le troisième article, enfin, examine la courbe de Phillips pour la zone euro dans son ensemble et les différents pays qui la composent et analyse la relation entre inflation et mesures de la sous-utilisation des capacités productives pour la période depuis 1999.





# ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

## I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

Malgré un léger ralentissement au premier trimestre 2014, l'activité économique mondiale reste sur une trajectoire de croissance progressive, soutenue par une dynamique solide dans un certain nombre d'économies avancées. Même si des incertitudes géopolitiques et des obstacles structurels retardent l'émergence d'une reprise plus forte dans les économies de marché émergentes prises globalement, une plus grande différenciation des perspectives de croissance d'un pays à l'autre apparaît désormais plus évidente. L'inflation s'est récemment renforcée à l'échelle mondiale, mais elle demeure relativement faible au regard des moyennes historiques.

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

La reprise mondiale se poursuit, mais toujours à un rythme modéré et inégal. Après une certaine faiblesse temporaire au premier trimestre 2014, l'activité économique mondiale devrait retrouver de la vigueur au deuxième trimestre de l'année, comme le montre l'embellie du sentiment économique en mai et juin. Plus précisément, l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale s'est inscrit de nouveau en légère hausse à 52,7 en juin, après 52,1 en mai, l'activité étant soutenue pour l'essentiel par les économies avancées et notamment par les États-Unis et le Royaume-Uni. Parallèlement, le secteur manufacturier a renoué avec la croissance en Chine, tandis qu'il a conservé son dynamisme en Inde, dénotant ainsi une amélioration du climat des affaires dans ces deux grandes économies de marché émergentes. Hors zone euro, l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a également progressé en juin (cf. graphique 1).

Les indicateurs prospectifs vont dans le sens d'une légère accélération de l'activité mondiale pour les trimestres à venir, dans un contexte où la croissance continue de passer d'une région à l'autre. La composante relative aux nouvelles commandes de l'indice des directeurs d'achat pour le secteur

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

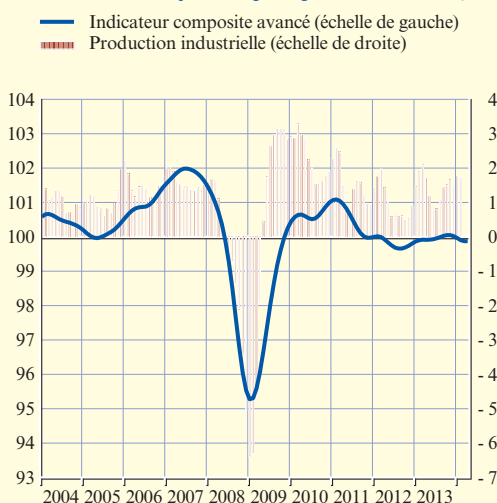
(cvs ; données mensuelles)



Source : Markit.

Graphique 2 Indicateur composite avancé et production industrielle

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



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

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

manufacturier s'est établie à un niveau légèrement supérieur en juin, tandis qu'en avril l'indicateur composite avancé de l'OCDE, censé anticiper les points de retournement de l'activité économique par rapport à la tendance, a continué de faire état d'un maintien de la dynamique dans les économies avancées, mais d'une croissance inférieure à la tendance dans la plupart des économies de marché émergentes (cf. graphique 2). Des considérations géopolitiques et des obstacles structurels continuent de peser sur les perspectives économiques de certaines grandes économies de marché émergentes.

Le rythme de croissance des échanges internationaux est devenu négatif en avril 2014 pour la première fois depuis octobre 2012. Selon les dernières données du Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), les importations mondiales de biens en volume ont reculé, en glissement sur trois mois, de 0,4 % en avril. Ce recul s'est concentré sur les économies de marché émergentes, sous l'influence de la faiblesse des échanges en Asie et en Europe centrale et orientale, tandis que les économies avancées ont maintenu une croissance positive de leurs échanges commerciaux. Dans le même temps, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier en juin faisait état d'une certaine atténuation du commerce mondial au deuxième trimestre de l'année. Pour la suite, bien que la croissance des échanges internationaux soit censée enregistrer un rebond progressif, en liaison avec le redressement de l'investissement dans les économies avancées, elle va probablement demeurer inférieure à ses moyennes d'avant la crise, dénotant un léger affaiblissement de la relation entre commerce mondial et activité économique. L'encadré 1 examine les facteurs qui sous-tendent l'élasticité des échanges internationaux par rapport au revenu et fait valoir que les changements structurels devraient maintenir l'élasticité des échanges à des niveaux inférieurs à ceux d'avant la crise à moyen terme.

La balance des risques pesant sur les perspectives mondiales reste orientée à la baisse. Des risques géopolitiques et les évolutions observées dans les économies de marché émergentes et sur les marchés financiers internationaux pourraient influencer négativement sur la situation économique, notamment par le biais de leur incidence sur les prix de l'énergie.

#### Encadré 1

### ÉVOLUTIONS DE LA COMPRÉHENSION DES ÉLASTICITÉS DU COMMERCE MONDIAL

Au cours des dernières années, la croissance du commerce mondial a été faible non seulement en termes absolus, mais également au regard de l'activité économique mondiale. Le présent encadré examine la faiblesse du commerce mondial depuis mi-2011 dans une perspective historique et analyse les facteurs qui sous-tendent la relation entre les échanges internationaux et le PIB. Il conclut que l'élasticité-revenu du commerce mondial a fortement varié dans le temps et que, outre les évolutions conjoncturelles de la demande, des facteurs structurels ont réduit cette élasticité bien avant la crise économique et financière récente. L'élasticité du commerce mondial devrait se redresser par rapport à ses faibles niveaux actuels, mais il est peu probable qu'elle renoue à moyen terme avec ses moyennes d'avant la crise.

#### Faiblesse du commerce mondial

En termes absolus, la croissance des échanges mondiaux a été inférieure en 2013 à celle, déjà faible, observée en 2012. Elle s'est également nettement affaiblie par rapport à l'activité économique mondiale. Sur la période 1981-2007, l'élasticité du commerce mondial par rapport au revenu brut, mesurée par le ratio du taux de croissance moyen des importations de biens et services rapporté à la croissance moyenne du PIB, était de 1,8. Sur la période 2011-2013, ce ratio a nettement fléchi,

## Historique des ratios du commerce mondial rapporté à la croissance de la production

Période de référence	Ratio <sup>1)</sup>	Variable échanges commerciaux	Variable production
1981-2007	1,8	Importations de biens et services	PIB <sup>2)</sup>
2011-2013	1,1		
1981-2007	2,0	Importations de biens et services	PIB <sup>3)</sup>
2011-2013	1,4		
1950-2007	1,6	Exportations de marchandises	Production de marchandises
1981-2007	1,9		
2011-2013 <sup>4)</sup>	1,4		
1950-2007	1,6	Exportations de produits manufacturés	Production manufacturière
1981-2007	2,1		
2011-2013 <sup>4)</sup>	1,5		

Sources : Calculs de la BCE, Organisation mondiale du commerce, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et Organisation des Nations Unies pour le développement industriel (UNIDO)

1) Importations, PIB : données trimestrielles ; exportations, production : données annuelles

2) En parité de pouvoir d'achat

3) Aux taux de change du marché

4) Pour 2013, les séries de l'OMC sont extrapolées à partir des taux de croissance du CPB et de l'UNIDO.

revenant à 1,1<sup>1</sup>. Cette baisse se vérifie avec les différentes pondérations d'agrégation utilisées pour le PIB mondial et avec un choix de secteurs plus étroitement définis comme les échanges de biens ou la production manufacturière (cf. tableau). Toutefois, les résultats se montrent sensibles au choix de la période de référence d'avant crise : le recul devient relativement limité lorsque cette période remonte jusqu'aux années 1950, donnant à penser que la relation entre les échanges commerciaux et le PIB s'est modifiée au cours du temps.

En effet, lorsque le ratio échanges commerciaux/PIB est évalué à l'aide de moyennes mobiles, l'élasticité affiche des écarts nets et persistants par rapport au ratio utilisant des moyennes constantes. Tandis que la croissance des échanges s'est accélérée par rapport à l'activité économique entre le milieu des années quatre-vingt et le milieu des années quatre-vingt-dix, l'élasticité a commencé à diminuer à la fin des années quatre-vingt-dix, puis a atteint ses niveaux les plus bas sur vingt ans après la crise, et est demeurée faible par la suite (cf. graphique A). Le graphique montre, en particulier, que l'élasticité du commerce mondial par rapport au revenu brut a commencé à diminuer quelque dix ans avant la crise.

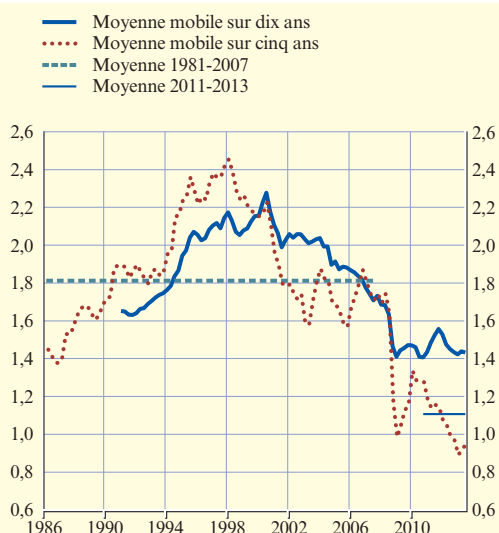
## Facteurs déterminant les élasticités du commerce mondial

La récente modification de la relation échanges commerciaux/PIB s'explique en partie par des facteurs conjoncturels et des modifications de la composition de la demande. Les composantes de la demande mondiale qui ont généralement un fort contenu en importations, comme l'investissement des entreprises, sont demeurées inhabituellement faibles depuis la crise financière. Le ralentissement des composantes de la demande les plus dépendantes des échanges a lourdement pesé sur la croissance des échanges commerciaux, entraînant une réduction du ratio des échanges rapportés à la croissance du PIB. Cet effet a un caractère temporaire, dans la mesure où il serait inversé par une reprise de l'activité et de l'investissement à l'échelle mondiale.

Toutefois, d'un point de vue historique, la diminution de l'élasticité des échanges commerciaux découle également de déterminants structurels, qui ont probablement une incidence plus durable sur la relation entre les échanges et le PIB. Certains facteurs qui avaient stimulé les échanges commerciaux au cours des décennies antérieures à 2000 ont eu depuis un rôle réduit ou négligeable. Dans la littérature, la

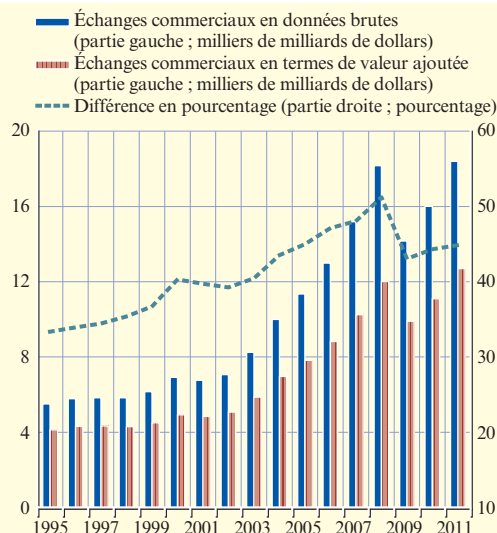
1 La mesure de l'élasticité reposant sur la période 2011-2013 est seulement indicative, l'échantillon étant relativement limité.

**Graphique A Ratio de croissance des importations mondiales rapportée à la croissance du PIB**



Source : Calculs de la BCE.  
Notes : Données trimestrielles. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2013.

**Graphique B Commerce mondial en données brutes et en termes de valeur ajoutée**



Sources : Calculs de la BCE et WIOD.

baisse des coûts de transport, la diminution des prix relatifs des biens échangeables et la réduction des obstacles aux échanges sont couramment citées comme des facteurs ayant contribué à une croissance des échanges plus forte que celle du PIB<sup>2</sup>. Cependant, les réductions de coûts significatives résultant des progrès technologiques antérieurs, les effets amplificateurs sur les échanges commerciaux des accords de libéralisation des échanges et des gains de productivité dans les secteurs marchands s'étaient stabilisés au milieu des années quatre-vingt-dix et ont apporté depuis une moindre contribution à la croissance des échanges, ce qui explique en partie que l'élasticité des échanges commerciaux a atteint un pic entre le milieu et la fin des années quatre-vingt-dix (cf. graphique A).

Plus récemment, le développement des chaînes de valeur mondiales a favorisé une croissance des échanges plus rapide que celle du PIB. Les chaînes de valeur mondiales impliquent une fragmentation internationale de la production, comportant une externalisation accrue des intrants intermédiaires auprès de fournisseurs étrangers. Les flux d'échanges commerciaux sont mesurés en termes bruts, ce qui signifie qu'il y a « double comptage » de chaque bien échangé chaque fois qu'il franchit plus d'une frontière. Cela implique que l'externalisation accroît les échanges (bruts) par rapport à l'activité. Le développement des chaînes de valeur mondiales, ou de l'externalisation, peut être mesuré en comparant les échanges en termes bruts aux échanges en termes de valeur ajoutée, ces derniers n'enregistrant aucune variation selon le lieu de production des biens intermédiaires. Les données de la base WIOD (*World Input-Output Database*) montrent que l'écart entre les échanges bruts et en valeur ajoutée est passé de 33 % en 1995 à 51 % avant la crise (cf. graphique B). Une comparaison des élasticités-revenu implicites des échanges bruts et des échanges en termes de valeur ajoutée au cours de la période antérieure à la crise montre que l'externalisation a accru l'élasticité du commerce mondial de 0,2 point de pourcentage sur cette période.

Toutefois, cette source de soutien à la croissance relative des échanges commerciaux pourrait s'amenuiser. Les données de la base WIOD, qui ne sont disponibles que jusqu'en 2011, montrent

<sup>2</sup> Cf., par exemple, D. Jacks, C. Meissner et D. Novy, *Trade Costs, 1870-2000*, *American Economic Review*, vol. 98, n° 2, 2008, et S. Baier et J. Bergstrand, *The growth of world trade: tariffs, transport costs, and income similarity*, *Journal of International Economics*, vol. 53, n° 1, 2001.

que la crise de 2008-2009 a déjà induit un mouvement de réduction de la longueur moyenne des chaînes de valeur mondiales. En outre, des données ponctuelles indiquent qu'après le tremblement de terre survenu au Japon en 2011 et les perturbations des approvisionnements qui ont suivi dans certaines industries manufacturières, certaines entreprises cherchent à réduire la complexité et la longueur de leurs chaînes d'approvisionnement<sup>3</sup>. Cette évolution pourrait exercer une incidence baissière sur l'élasticité du commerce mondial à moyen et à long terme.

Une analyse empirique reposant sur un modèle vectoriel autorégressif bayésien bivarié (BVAR) permet de mieux quantifier la diminution de l'élasticité des échanges commerciaux. Le modèle BVAR est estimé à partir des importations trimestrielles mondiales en volume de biens et de services et du PIB mondial en volume avec cinq décalages, et fournit des projections

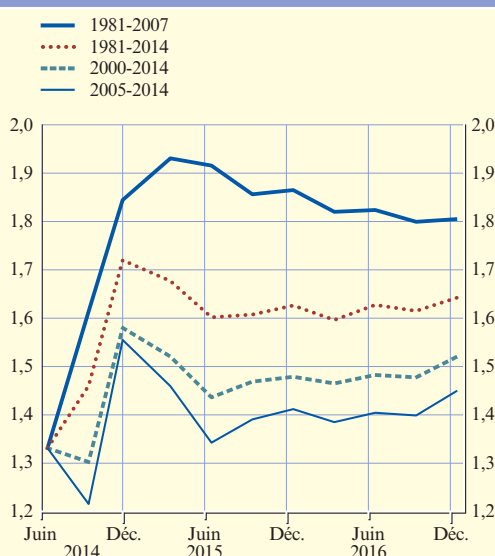
des échanges commerciaux fondées sur le profil du PIB mondial qui ressort des projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème. Le graphique C montre que lorsque le modèle est estimé sur la période comprise entre le premier trimestre 1981 et le quatrième trimestre 2007, le ratio des échanges commerciaux rapportés à la croissance du PIB à la fin de l'horizon de prévision s'établit à 1,8, en ligne avec l'élasticité des échanges mesurée avant la crise. Si l'on tient pleinement compte des données postérieures à la récession en allongeant la période de référence jusqu'au premier trimestre 2014, le ratio projeté à fin 2016 ressort en baisse à 1,6, indiquant que les échanges commerciaux à moyen terme devraient rester inférieurs aux niveaux induits par les élasticités d'avant la crise. Si l'on affecte une pondération plus forte aux données les plus récentes, en ne retenant par exemple que les quinze ou les dix dernières années, le ratio baisse encore davantage, à 1,5 et 1,4, respectivement.

## Conclusion

En résumé, la relation entre les échanges commerciaux et la croissance du PIB relevée ces trois dernières années est plus faible que celle observée au cours des vingt-cinq années antérieures à la récente crise économique et financière. Cette faiblesse est probablement en partie conjoncturelle, reflétant une croissance relativement modérée des composantes de la demande les plus dépendantes des échanges, en particulier l'investissement des entreprises, depuis la crise. Toutefois, l'élasticité du commerce mondial par rapport au revenu brut présente un degré de variation temporelle élevé, l'élasticité ayant déjà commencé à diminuer bien avant la crise. Cela incite à ne considérer comme acquise aucune tendance particulière d'avant la crise. *A contrario*, les modèles empiriques et la perspective d'une moindre contribution aux échanges de la part des chaînes de valeur mondiales indiquent une élasticité des échanges à moyen terme inférieure aux niveaux découlant de la relation antérieure à la crise entre le commerce mondial et l'activité économique.

<sup>3</sup> Cf., par exemple, *Global value chains: Managing the risks* dans *Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains* (Économies interconnectées : comment tirer parti des chaînes de valeur mondiales), OCDE, 2013.

**Graphique C** Projections du ratio du commerce mondial rapporté à la croissance du PIB reposant sur plusieurs périodes de référence



Source : Calculs de la BCE.

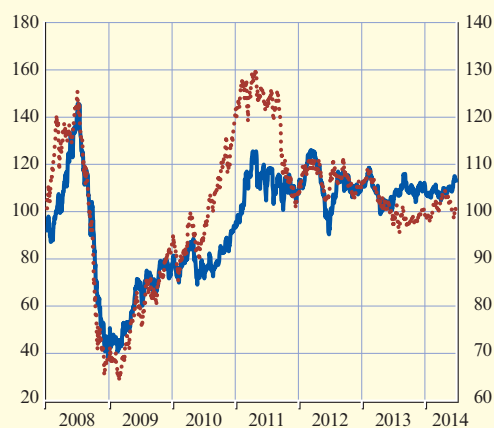
Note : Les courbes représentent les projections utilisant un modèle BVAR estimé sur plusieurs périodes de référence.

## I.2 ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

En dépit de l'accélération observée ces derniers mois, l'inflation à l'échelle internationale demeure relativement faible au regard des moyennes historiques, reflétant des cours des matières premières plutôt stables et l'existence d'importantes capacités de production inutilisées dans le monde. La hausse globale des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est accentuée à 2,1 % en mai, après 2,0 % en avril, sous l'effet principalement d'une contribution plus importante des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Hors produits alimentaires et énergie, la hausse annuelle des prix à la consommation dans l'OCDE a légèrement fléchi, ressortant à 1,9 % en mai. La résurgence de l'inflation a été manifeste dans la majorité des économies avancées, notamment à l'extérieur de l'Europe, ainsi que dans la plupart des grandes économies de marché émergentes (cf. tableau 1).

**Graphique 3 Principales évolutions des prix des matières premières**

— Pétrole brut *Brent* (USD par baril ; échelle de gauche)  
 ..... Matières premières hors énergie (USD ; indice : 2010 = 100 ; échelle de droite)



Sources : Bloomberg et HWWI.

Les perspectives de l'inflation mondiale sont fortement influencées par les évolutions des prix des matières premières et, davantage encore, par les prix de l'énergie. Après avoir fluctué dans une fourchette comprise entre 106 et 111 dollars le baril au cours des derniers mois, les cours du pétrole ont atteint 115 dollars en juin, peu après l'intensification du conflit en Irak (cf. graphique 3). Les cours du *Brent* se situaient à 112 dollars le baril le 2 juillet, soit un niveau supérieur de 9 % à celui constaté un an auparavant. Du côté de l'offre, bien qu'aucune perturbation n'ait jusqu'à maintenant affecté la production pétrolière, la récente hausse des cours reflète des inquiétudes concernant d'éventuelles pertes de sources d'approvisionnement en pétrole en lien avec le conflit en Irak. Dans le même temps, l'instabilité politique et des problèmes techniques continuent de peser sur la production pétrolière tant dans les pays de l'OPEP que dans les pays hors OPEP, même si l'offre mondiale s'est redressée en mai par rapport à avril. Du côté de la demande, la croissance de la demande mondiale de pétrole demeure léthargique selon l'Agence internationale de l'énergie, en ligne avec la modération de la croissance du PIB mondial. Pour la suite, les intervenants de marché s'attendent à une baisse des cours du pétrole à moyen terme, les contrats à terme sur le *Brent* d'échéance décembre 2015 se négociant à 105 dollars le baril. L'encadré 2 montre que la plus grande stabilité des cours des

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

(variations annuelles en pourcentage)

	2012	2013	2013		2014				
			Déc.	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	
OCDE	2,3	1,6	1,6	1,7	1,4	1,6	2,0	2,1	
États-Unis	2,1	1,5	1,5	1,6	1,1	1,5	2,0	2,1	
Japon	0,0	0,4	1,6	1,4	1,5	1,6	3,4	3,7	
Royaume-Uni	2,8	2,6	2,0	1,9	1,7	1,6	1,8	1,5	
Chine	2,6	2,6	2,5	2,5	2,0	2,4	1,8	2,5	
Pour mémoire :									
OCDE hors produits alimentaires et énergie	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0	1,9	

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

matières premières ces dernières années explique une part importante du repli de l'inflation mondiale et examine les facteurs d'offre et de demande susceptibles de déterminer les évolutions des cours des matières premières dans un avenir proche.

En termes agrégés, les cours des matières premières hors énergie ont diminué de 1 % environ en juin, reflétant une baisse des prix des produits alimentaires et des métaux. Les prix des produits alimentaires ont diminué en raison de l'anticipation de conditions météorologiques plus favorables : le phénomène El Niño serait, selon les prévisions actuelles, plus modéré qu'attendu en début d'année. L'indice des prix agrégés des matières premières hors énergie (libellés en dollars) est actuellement supérieur de quelque 1,3 % au niveau observé un an auparavant.

Encadré 2

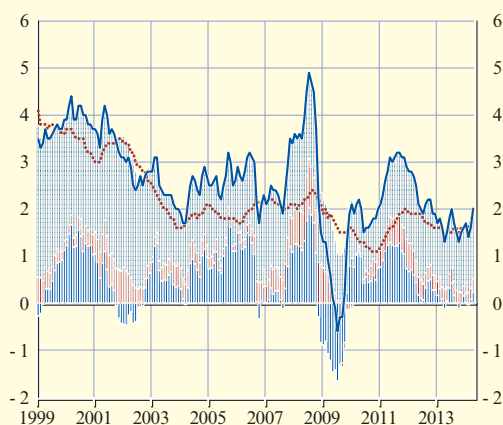
ÉVOLUTION DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES ET LEUR INCIDENCE SUR L'INFLATION AU NIVEAU MONDIAL

Le recul de l'inflation au niveau mondial au cours des dernières années s'explique largement par une diminution de la contribution des prix de l'énergie et des produits alimentaires. L'inflation globale dans l'OCDE s'est ralentie, revenant d'un point haut de 3,2 % au cours de l'été 2011 à un point bas de 1,4 % en février 2014, avant de remonter légèrement (cf. graphique A). Plus des quatre cinquièmes de cette baisse sont imputables à un recul des contributions des composantes produits alimentaires et énergie. Le présent encadré examine les facteurs expliquant cette diminution des contributions apportées par les prix de l'énergie et des produits alimentaires à l'inflation, évalue les perspectives relatives aux cours des matières premières sur la base des dernières évolutions et analyse les incidences sur l'inflation au niveau mondial.

Graphique A Contribution des prix de l'énergie et des produits alimentaires à l'inflation dans l'OCDE

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)

- Contribution de l'énergie
- Contribution des produits alimentaires
- Contribution hors produits alimentaires et énergie
- Ensemble des rubriques
- ..... Hors produits alimentaires et énergie

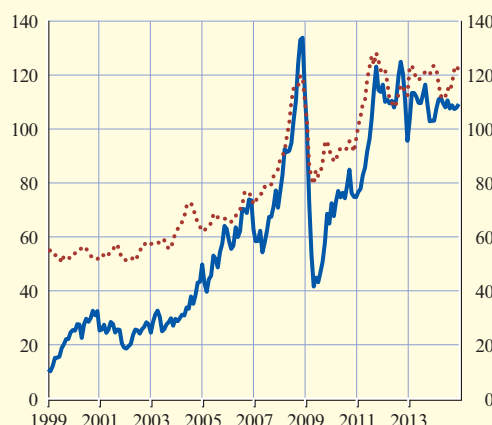


Sources : OCDE et calculs de la BCE.  
Notes : Données mensuelles ; la dernière observation se rapporte à avril 2014. Le calcul des contributions se fonde sur les calculs des services de la BCE.

Graphique B Prix du pétrole et des produits alimentaires

(USD par baril ; indice : 2010 = 100)

- Cours du pétrole (échelle de gauche)
- ..... Prix des produits alimentaires (échelle de droite)



Source : FMI.  
Note : Données mensuelles ; la dernière observation se rapporte à mai 2014.

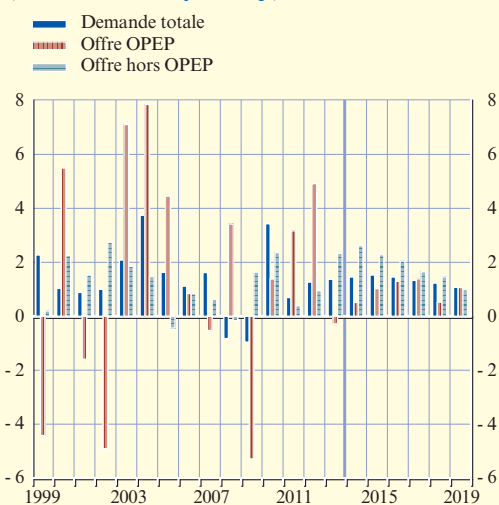
## Facteurs à l'origine de la récente stabilité des cours des matières premières

À partir de 1999, on a assisté à une hausse généralisée des prix internationaux du pétrole et des produits alimentaires, mouvement qui a été interrompu par la crise financière de 2008 (cf. graphique B)<sup>1</sup>. La tendance à la hausse observée pour les prix du pétrole et des produits alimentaires s'explique largement par une progression de la demande de matières premières sous l'effet de la croissance économique soutenue dans les économies émergentes, notamment en Chine. Se conjuguant au léger retard accusé par l'offre, la forte hausse de la demande de matières premières a provoqué une nette accélération des prix du pétrole et des produits alimentaires. Cette tendance à la hausse des cours des matières premières s'est traduite par une contribution importante, et ce de façon quasi ininterrompue, des prix de l'énergie et des produits alimentaires à l'inflation dans l'OCDE, ressortant à 1 point de pourcentage en moyenne au cours de la période 1999-2008 (cf. graphique A).

Contrastant fortement avec cette tendance haussière, les prix du pétrole et des produits alimentaires ont été relativement stables depuis 2011 (cf. graphique B). Cette évolution reflète des modifications tant de l'offre que de la demande. Du côté de l'offre, les niveaux élevés des prix du pétrole et des produits alimentaires ont encouragé l'investissement, ce qui a entraîné une augmentation de la production de ces matières premières et, partant, une amélioration de l'approvisionnement des marchés des matières premières. Ce phénomène est particulièrement notable s'agissant du marché du pétrole, où des innovations techniques conjuguées au niveau élevé des cours du pétrole ont provoqué la révolution de l'huile de schiste en Amérique du Nord, dopant ainsi la production pétrolière des pays hors OPEP (cf. graphique C). En ce qui concerne les prix des produits alimentaires, sous l'effet, entre autres, de conditions météorologiques favorables,

**Graphique C** Évolution de la demande et de l'offre et projections sur le marché pétrolier

(variations annuelles en pourcentage)

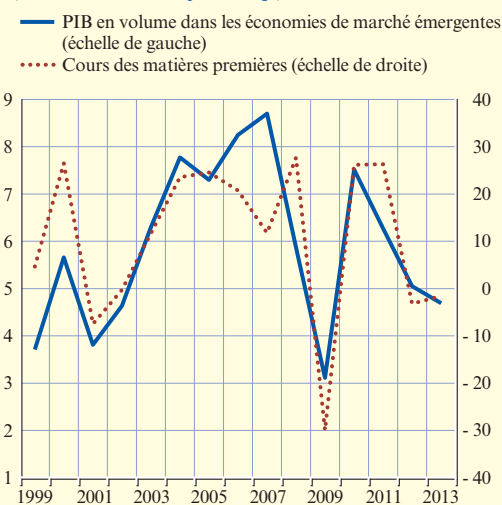


Source : Agence internationale de l'énergie (AIE).

Notes : Les valeurs à partir de 2014 se rapportent aux projections de l'AIE (fondées sur le rapport de juin sur les perspectives à moyen terme du marché pétrolier). Les projections relatives à la production de l'OPEP n'étant pas disponibles, les projections pour l'OPEP se rapportent à la capacité brute.

**Graphique D** Variations des cours des matières premières et croissance du PIB en volume dans les économies de marché émergentes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Haver Analytics et FMI.

Note : L'indice des prix des matières premières intègre l'ensemble des matières premières primaires.

<sup>1</sup> S'agissant de la contribution de l'énergie, l'accent est mis sur les cours du pétrole, ces derniers représentant la composante la plus importante de la hausse des prix de l'énergie tout en étant plus sujets à des variations de prix.



il y a eu un excédent de production de céréales, par exemple, l'offre ayant fortement augmenté après les graves pénuries de 2012 liées à des perturbations météorologiques, ce qui a entraîné une hausse des prix et dopé la production. Du côté de la demande, alors que l'accélération de la croissance dans les économies émergentes a été le principal facteur à l'origine de la flambée des prix du pétrole et des produits alimentaires au cours de la période 1999-2008, la croissance dans ces économies s'est ralentie depuis lors (cf. graphique D). Bien que le niveau de la demande de pétrole soit toujours élevé, la croissance de la demande de matières premières tend à se modérer. En résumé, depuis 2011 l'atténuation de la progression de la demande ainsi que les évolutions favorables de l'offre ont évité que les prix du pétrole et des produits alimentaires n'augmentent à un rythme analogue à celui observé depuis 2003. En faisant abstraction d'une certaine volatilité à court terme, les prix du pétrole et des produits alimentaires sont au contraire demeurés stables dans l'ensemble. En prenant en considération les délais de transmission à l'inflation, ces variations des prix des matières premières ont entraîné une diminution de la contribution apportée par les prix du pétrole et des produits alimentaires à l'inflation au niveau mondial depuis 2013, qui a atteint 0,4 point de pourcentage en moyenne depuis 2013, contre 1 point de pourcentage au cours de la précédente décennie.

### Perspectives d'évolution des prix du pétrole et des produits alimentaires

S'agissant des perspectives relatives aux cours des matières premières, les dernières évolutions du côté de l'offre et de la demande font apparaître que, par rapport à la période où les tensions liées à la demande faisaient continuellement monter les prix, on peut s'attendre à une amélioration de l'approvisionnement du marché des matières premières.

En ce qui concerne les prix du pétrole, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit que le marché pétrolier devrait rester bien équilibré au cours des cinq prochaines années, la croissance de l'offre de pétrole devant dépasser celle de la demande (cf. graphique C). En moyenne, selon les projections de l'AIE, la demande de pétrole progressera chaque année de 1,3 million de barils par jour (mb/j) par rapport à une prévision de croissance moyenne de la capacité d'approvisionnement de 1,5 mb/j chaque année. Du côté de la demande, la croissance de la demande de pétrole devrait rester relativement stable, pour partie parce que la croissance de la demande en provenance de la Chine devrait se ralentir (la contribution de la Chine à la croissance de la demande mondiale de pétrole devrait retomber à 30 % au cours des cinq prochaines années contre 60 % au cours des six années précédentes). Du côté de l'offre, la production hors OPEP liée à l'exploration des ressources en huiles de schiste devrait fournir l'essentiel de l'accroissement des capacités de production de pétrole au cours des prochaines années. En outre, les capacités de production des pays de l'OPEP devraient se développer grâce à des investissements.

Toutefois, les risques qui entourent les perspectives d'évolution des cours du pétrole sont réels. Les principaux risques ont trait à d'éventuelles perturbations des approvisionnements pétroliers. Tandis que l'Irak a le potentiel le plus élevé d'accroissement de la production de pétrole, l'instabilité politique et les problèmes de sécurité pourraient entraver le développement des capacités de production, déplaçant ainsi le point d'équilibre entre l'offre et la demande au plan mondial. De même, une escalade des tensions en Ukraine pourrait affecter l'offre d'énergie, provoquant une hausse des cours du pétrole.

En ce qui concerne les prix des produits alimentaires, les perspectives sont plus floues. À court et moyen terme, par rapport aux prix des autres matières premières comme le pétrole, les prix des produits alimentaires sont généralement moins sensibles au cycle macroéconomique et réagissent

généralement davantage à des évolutions liées aux conditions météorologiques et à d'autres facteurs d'offre largement exogènes, comme le développement des surfaces cultivées.

### Conclusions – incidences sur l'inflation au niveau mondial

Une part importante du récent recul de l'inflation dans l'OCDE est due à une baisse de la contribution des composantes énergie et produits alimentaires, qui s'explique, quant à elle, par une plus grande stabilité des prix du pétrole et des produits alimentaires. Contrairement à la décennie précédente, la croissance des prix du pétrole et des produits alimentaires s'est modérée depuis 2011 sous l'effet d'une amélioration générale de l'approvisionnement des marchés des matières premières conjuguée à un ralentissement de la croissance dans les économies de marché émergentes. Pour la suite, toutes choses égales par ailleurs, le marché des matières premières au sens large devrait rester bien équilibré. Cela signifie que la contribution de l'énergie et des produits alimentaires à l'inflation au niveau mondial devrait demeurer limitée. Toutefois, d'éventuelles perturbations du côté de l'offre font peser un risque à la hausse sur cette perspective.

## 1.3 ÉVOLUTIONS DANS UNE SÉLECTION D'ÉCONOMIES

### ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, le PIB en volume s'est contracté au premier trimestre 2014, après un redressement de l'activité au second semestre 2013, reflétant des conditions météorologiques inhabituellement rigoureuses (cf. tableau 2). Selon la troisième estimation du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a reculé de 2,9 % en rythme annualisé (- 0,7 % en glissement trimestriel), après une hausse de 2,6 % (0,7 % en glissement trimestriel) au quatrième trimestre 2013. La hausse du PIB en volume a de nouveau été révisée à la baisse par rapport à la deuxième estimation, correction due pour l'essentiel à une révision à la baisse de la consommation privée et à une contribution négative plus importante des exportations nettes. La contraction du premier trimestre 2014, par rapport au trimestre précédent, reflète principalement une contribution négative de la constitution de stocks à la croissance et une baisse des exportations.

Les derniers indicateurs vont dans le sens d'une vive accélération de la croissance au deuxième trimestre. La consommation privée devrait rester solide, comme le montrent la confiance élevée des consommateurs en juin, la poursuite des améliorations sur le marché du travail et les effets de richesse positifs liés à la hausse des cours boursiers et des prix de l'immobilier. Le redressement de la production industrielle et des commandes de biens d'équipement de base en mai ainsi que les niveaux de confiance élevés en juin dans le secteur manufacturier laissent penser que l'investissement des entreprises se porte mieux. Dans le même temps, le marché de l'immobilier semble avoir atteint un plancher à la fin du premier trimestre, après un ralentissement lié aux conditions météorologiques.

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

(variations en pourcentage)

	Taux de croissance annuels					Taux de croissance trimestriels		
	2012	2013	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2013 T3	2013 T4	2014 T1
États-Unis	2,8	1,9	2,0	2,6	1,5	1,0	0,7	- 0,7
Japon	1,4	1,5	2,4	2,4	2,8	0,3	0,1	1,6
Royaume-Uni	0,3	1,7	1,8	2,7	3,1	0,8	0,7	0,8
Chine	7,7	7,7	7,8	7,7	7,4	2,3	1,7	1,4

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

Le rebond des ventes de logements en avril et mai et l'accroissement de la confiance des constructeurs en juin sont de bon augure pour la reprise dans ce secteur. Pour la suite, la reprise devrait s'accélérer au second semestre, sous l'effet d'un renforcement de la demande intérieure privée, en liaison avec des conditions financières favorables et une amélioration de la confiance, ainsi que d'une réduction de la pression fiscale.

La hausse annuelle de l'IPC a atteint 2,1 % en mai, après 2,0 % en avril, reflétant pour l'essentiel de fortes hausses des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle s'est renforcée à 2,0 %, après 1,8 % en avril. Les effets de base affectant les prix de l'énergie et des produits alimentaires, qui devraient se dissiper, ont continué à jouer un rôle important dans l'accélération de l'inflation globale. Pour la suite, l'importance du volant de ressources inutilisées dans l'économie, notamment sur le marché du travail, et la croissance modérée des salaires devraient contenir les tensions sur les prix.

Dans un contexte d'amélioration globale des perspectives économiques, le Comité fédéral de l'*open market* a annoncé, lors de sa réunion du 18 juin 2014, un ralentissement du rythme de ses achats mensuels d'actifs à hauteur de 10 milliards de dollars supplémentaires, les ramenant ainsi à 35 milliards par mois, à compter de juillet. Cette réduction se répartit de façon égale entre les achats de titres adossés à des créances hypothécaires (de 20 milliards de dollars à 15 milliards) et les bons du Trésor à long terme (de 25 milliards à 20 milliards). Le Comité a réaffirmé que, pour déterminer la durée du maintien de la fourchette de 0 % à 0,25 % pour le taux objectif des fonds fédéraux, il « tiendra compte d'un grand nombre d'informations, notamment de mesures de la situation sur le marché du travail, des indicateurs de tensions inflationnistes et des anticipations d'inflation, ainsi que des chiffres relatifs aux évolutions financières ».

## JAPON

Au Japon, la croissance du PIB au premier trimestre a été plus forte qu'attendu par le marché et a été révisée à la hausse à 1,6 % au lieu de 1,5 %, essentiellement en raison d'une plus forte contribution de l'investissement privé non résidentiel. Le PIB en volume devrait se contracter au cours du deuxième trimestre sous l'effet du rééquilibrage des dépenses privées. Les reculs de la production industrielle et des ventes au détail en avril et en mai sont conformes à ce scénario. Les dernières données relatives au climat des affaires brossent un tableau plus contrasté des évolutions à court terme. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier a renoué avec des valeurs synonymes d'expansion, ressortant à 51,5 en juin, après 49,9 en mai. En revanche, l'enquête *Economy Watchers* continue de faire état d'une contraction de l'activité, en dépit d'une amélioration en mai.

La hausse annuelle des prix à la consommation s'est encore accentuée en mai, ressortant à 3,7 %, après 3,4 % en avril, tandis que sa mesure plus étroite (IPC hors produits alimentaires, boissons et énergie) s'est inscrite en baisse de 0,1 point de pourcentage à 2,2 %. La hausse de 2,1 points de pourcentage de l'IPC depuis mars reflète une répercussion quasi intégrale du relèvement de la TVA.

Lors de sa réunion de politique monétaire du 13 juin 2014, la Banque du Japon a décidé de laisser inchangés ses objectifs en matière de base monétaire.

## ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, la demande intérieure continue de soutenir la robustesse de l'économie observée depuis plusieurs trimestres. Les dernières publications d'indicateurs tirés d'enquêtes et de données à haute fréquence témoignent d'une croissance vigoureuse de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises depuis avril. Reflétant le dynamisme de l'économie, le taux de

chômage a encore diminué, revenant à 6,6 % sur les trois mois s'achevant en avril 2014, et les critères d'octroi de crédit se sont généralement améliorés. Pour la suite, malgré ces évolutions favorables, la dynamique décevante de la croissance de la productivité, conjuguée à la nécessité d'un ajustement des bilans des secteurs privé et public, pourrait faire peser un risque sur le caractère durable de la reprise.

La hausse annuelle de l'IPC s'est encore ralentie, ressortant à 1,5 % en mai 2014. Les tensions inflationnistes devraient rester contenues pendant un certain temps, dans un contexte de progression modérée des salaires. Malgré la vigueur des créations d'emplois, cette progression s'est inscrite à 0,7 % en glissement annuel sur les trois mois s'achevant en avril. Cette évolution s'explique pour partie par des effets de base liés au calendrier des versements de primes, mais les rémunérations moyennes de base (hors primes) ont aussi sensiblement ralenti. En revanche, sur le marché de l'immobilier résidentiel, l'inadéquation entre l'offre et la demande a continué d'exercer des tensions à la hausse sur les prix.

Lors de sa réunion du 5 juin 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

Après une faiblesse relative au premier trimestre 2014 et malgré la correction en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel, le rythme de la croissance se renforce en raison des mesures de relance monétaire et budgétaire modestes et d'un accroissement de la demande extérieure. Cette évolution est confirmée par une nouvelle hausse de l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier en juin. Les autorités continuent de souligner que la Chine cherche à se rapprocher d'une trajectoire de croissance plus lente mais plus soutenable et que les anticipations relatives à la croissance doivent être adaptées en conséquence, minimisant les perspectives de mesures de relance supplémentaires.

Les tensions sur les prix sont restées modérées. En mai, la hausse annuelle de l'IPC a continué de fluctuer autour de 2 %, tandis que la variation de l'indice des prix à la production est restée négative. Sous l'effet des mesures de relance supplémentaires, la croissance du crédit a cessé récemment de ralentir, entraînant une nouvelle hausse du levier financier déjà élevé de l'économie. Après un net recul plus tôt dans l'année, les exportations nettes ont commencé à se redresser sous l'effet de la reprise des exportations vers la zone euro, les États-Unis et les pays émergents d'Asie, les exportations vers le Japon demeurant cependant atones.

## 1.4 TAUX DE CHANGE

En juin, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis des devises de la plupart des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Le 2 juillet 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 0,3 % au-dessous de son niveau

Graphique 4 Taux de change effectif nominal de l'euro

(données quotidiennes ; indice T1 1999 = 100)



Source : BCE.

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

Tableau 3 Évolutions du taux de change de l'euro

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

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

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.

de début juin, mais 1,6 % au-dessus de son niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 4 et tableau 3). Durant cette période, les fluctuations des taux de change ont été largement liées aux évolutions des anticipations relatives à la politique monétaire future, ainsi qu'aux ajustements des anticipations des marchés relatives aux perspectives économiques pour la zone euro comparées à celles d'autres grandes économies.

En termes bilatéraux, depuis début juin, l'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du dollar (de 0,3 %), mais il s'est déprécié par rapport à la livre sterling (de 2,1 %) et, dans une moindre mesure, contre le yen (de 0,2 %). Les évolutions vis-à-vis des devises des économies émergentes d'Asie et des pays exportateurs de matières premières ont été contrastées au cours de la période sous revue. S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, le taux de change de l'euro s'est renforcé face au forint hongrois (de 2,7 %) et à la couronne suédoise (de 0,6 %), mais est resté stable vis-à-vis des autres devises. Le litas lituanien et la couronne danoise, qui participent au MCE II, sont restés globalement stables contre l'euro, s'échangeant à leur cours pivot ou à des niveaux proches.

## 2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

### 2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

Les données monétaires relatives à mai 2014 continuent de faire état d'une faiblesse sous-jacente de la monnaie et du crédit. La croissance annuelle de M3 est demeurée atone, tout en s'accroissant légèrement dans le contexte d'une croissance toujours robuste de M1 et d'une variation moins négative des autres composantes. La faible rémunération des actifs monétaires pousse les détenteurs de monnaie à privilégier les dépôts à vue au détriment des autres dépôts ou des instruments négociables contenus dans M3. Du côté des contreparties, la croissance annuelle de l'agrégat large a été soutenue par de fortes hausses mensuelles de la position extérieure nette des IFM, reflétant notamment les excédents de comptes courants et le maintien de l'intérêt des investisseurs internationaux pour les titres de la zone euro. Le taux de variation annuel des concours des IFM au secteur privé (corrigés des cessions de prêts et de la titrisation) est demeuré négatif en mai, s'inscrivant toutefois en hausse pour le deuxième mois consécutif. L'assainissement des bilans des banques et les besoins de désendettement qui subsistent dans certains secteurs et juridictions bancaires pèsent encore lourdement sur la dynamique du crédit.

#### AGRÉGAT LARGE M3

En mai 2014, le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie au sens large est demeuré faible. La croissance annuelle de M3 est ressortie à 1,0 % en mai, après 0,7 % en avril (cf. graphique 5). Les arbitrages au sein de M3 confirment la tendance précédemment observée d'entrées au titre des instruments très liquides tandis que les autres dépôts à court terme et les instruments négociables donnaient lieu à des sorties.

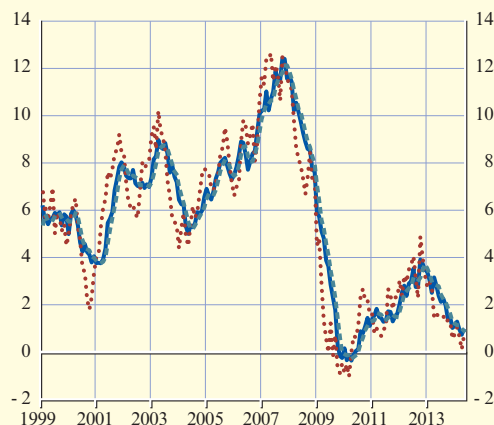
S'agissant des composantes, l'agrégat monétaire étroit M1 est demeuré la seule composante principale apportant une contribution positive à la croissance annuelle de M3. La contribution des autres dépôts à court terme (M2-M1) à la croissance de M3 et celle des instruments négociables (M3-M2) ont été moins négatives. Les sorties nettes sur les instruments de M3 offrant une rémunération relativement faible ont continué d'indiquer une quête de rendement poursuivie par le secteur détenteur de monnaie. Cette quête de rendement s'est traduite par des arbitrages de fonds au détriment des instruments mieux rémunérés au sein de M3 en faveur d'actifs moins liquides et plus risqués non inclus dans M3.

S'agissant des contreparties, la création de monnaie a continué d'être soutenue par une nouvelle augmentation significative de la position extérieure nette des IFM en mai, résultant à la fois des excédents de comptes courants et du maintien de l'intérêt des investisseurs internationaux pour les titres de la zone euro. En revanche, la dynamique du crédit est demeurée faible, mais l'incertitude relative à un point de retournement de l'évolution des prêts accordés aux sociétés non financières s'est quelque peu atténuée. La contraction des engagements financiers à long terme a continué de traduire les moindres besoins de financement des IFM dans un contexte

Graphique 5 Croissance de M3

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

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



Source : BCE.

de désendettement et le passage à une stratégie de financement par les dépôts, favorisée par la réglementation actuelle.

Le volume des principaux actifs des IFM s'est encore contracté au cours de la période de trois mois s'étant achevée en mai, pratiquement au même rythme que dans le passé récent, indiquant que la tendance globale au désendettement n'a pas commencé à marquer le pas. Le recul enregistré durant la période de trois mois s'étant achevée en mai s'est établi à 119 milliards d'euros.

### PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

Examinant plus en détail les composantes de M3, le taux de croissance annuel de M1 est ressorti à 5,0 % en mai, contre 5,2 % en avril (cf. tableau 4). Les données relatives à mai font état pour M1 d'une entrée mensuelle importante, sous l'effet essentiellement de l'évolution des dépôts à vue, à laquelle ont contribué l'ensemble des principaux secteurs économiques. D'une manière générale, la solide croissance annuelle de M1 confirme la persistance de la forte préférence pour la liquidité du secteur détenteur de monnaie et le regain de confiance des investisseurs internationaux dans les actifs financiers de la zone euro.

Le taux de variation annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) s'est établi à -1,9 % en mai, après -2,4 % en avril. Cette évolution reflète une hausse du taux de variation annuel des dépôts à court terme (c'est-à-dire d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans), qui s'est inscrit à -4,7 % en mai, après -6,0 % le mois précédent. Dans le même temps, la variation annuelle des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) est demeurée positive, tout en s'inscrivant à nouveau en baisse, à 0,5 % (contre 0,7 % en avril).

Le taux de variation annuel des instruments négociables (M3-M2) a augmenté, demeurant toutefois très négatif, à -13,4 % en mai, après -15,3 % en avril. Cette évolution continue de refléter des taux de variation annuels très négatifs des portefeuilles de titres d'OPCVM monétaires, de pensions et de titres de créance à court terme émis par les IFM (d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans).

**Tableau 4** Tableau synthétique des variables monétaires

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

	Encours en pourcentage de M3 <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels					
		2013	2013	2013	2014	2014	2014
		T2	T3	T4	T1	Avril	Mai
<b>M1</b>	<b>55,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>
Billets et pièces en circulation	9,4	2,7	2,6	4,1	6,0	5,3	5,5
Dépôts à vue	46,4	9,2	7,8	6,9	6,0	5,2	4,9
<b>M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)</b>	<b>38,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,9</b>
Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	16,9	-5,8	-5,0	-6,3	-6,8	-6,0	-4,7
Dépôts remboursables avec un préavis ≤ à 3 mois	21,4	5,8	5,0	3,3	1,4	0,7	0,5
<b>M2</b>	<b>94,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
<b>M3 – M2 (= instruments négociables)</b>	<b>6,0</b>	<b>-14,9</b>	<b>-17,2</b>	<b>-17,1</b>	<b>-13,9</b>	<b>-15,3</b>	<b>-13,4</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Créances sur les résidents de la zone euro</b>		<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>
Créances sur les administrations publiques		3,3	2,0	0,1	-0,2	-0,9	-1,4
Prêts aux administrations publiques		-2,6	-6,0	-6,7	-4,0	-3,9	-1,6
Créances sur le secteur privé		-1,0	-1,2	-1,6	-2,3	-2,5	-2,5
Prêts au secteur privé		-1,1	-1,9	-2,2	-2,2	-1,8	-2,0
Prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation <sup>2)</sup>		-0,6	-1,4	-1,8	-2,0	-1,6	-1,4
<b>Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)</b>		<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,4</b>

Source : BCE.

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

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

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) s'est établi à 1,6 % en mai, après 1,5 % en avril. De même, les taux de croissance annuels des dépôts détenus par les ménages et par les sociétés non financières ont légèrement progressé, de 0,1 et 0,2 point de pourcentage, respectivement. Les dépôts détenus par les intermédiaires financiers non monétaires ont affiché un taux de variation moins négatif qu'au cours des mois précédents.

### PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

Le taux de variation annuel des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a légèrement fléchi, s'inscrivant à -2,3 % en mai, après -2,2 % en avril (cf. tableau 4). Cette évolution reflète la diminution du taux de croissance annuel des créances sur les administrations publiques, tandis que le taux de variation annuel des concours au secteur privé est demeuré inchangé, à -2,5 %, pour le troisième mois consécutif.

Le taux de variation annuel des créances sur les administrations publiques est passé à -1,4 % en mai, après -0,9 % en avril, sous l'effet de cessions nettes mensuelles, par les IFM de la zone euro, de titres émis par ce secteur. La progression annuelle des titres de créance émis par les administrations publiques et détenus par les IFM est redevenue négative en mai. Dans un contexte marqué par une détente sur les marchés de la dette souveraine, les cessions de titres publics par les IFM de la zone euro concordent avec le regain d'intérêt des investisseurs internationaux pour les actifs financiers de la zone euro.

La composition des concours au secteur privé a été profondément affectée par une opération de titrisation réalisée en France, qui a biaisé à la hausse les chiffres concernant les titres autres que des actions émis par le secteur privé, et à la baisse ceux relatifs aux prêts au logement consentis aux ménages.

Le taux de variation annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est ressorti à -1,4 % en mai, en hausse pour le deuxième mois consécutif. Le flux

**Tableau 5 Prêts des IFM au secteur privé**

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

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

Source : BCE.

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

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

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

3) Conformément à la définition du SEC 95.

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



mensuel constaté en mai 2014 a été légèrement négatif, sous l'effet des remboursements nets mensuels de prêts aux sociétés non financières. Des sorties ont été observées, en particulier, sur les échéances à court et à moyen terme, tandis que les prêts assortis d'échéances longues ont donné lieu à une faible entrée.

Le taux de variation annuel des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est inscrit en hausse, à -2,5 % en mai, après -2,8 % en avril (cf. tableau 5), en dépit de nouveaux remboursements nets mensuels de même ampleur que les deux mois précédents. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a augmenté de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 0,5 % en mai.

Le taux de variation annuel des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) des IFM est demeuré négatif depuis plus de deux ans maintenant. Il s'est établi à -3,4 % en mai, pratiquement sans changement par rapport au niveau observé au cours des six derniers mois (cf. tableau 4). Le flux mensuel a été négatif en mai, reflétant les remboursements nets en cours dans plusieurs pays de la zone euro.

La position extérieure nette des IFM de la zone euro a augmenté de 27 milliards d'euros en mai. Elle est en hausse constante depuis juillet 2012, ce qui constitue le principal facteur soutenant la croissance de M3 et contrebalance la contribution négative des remboursements nets de concours des IFM aux résidents de la zone euro. Sur douze mois, la position extérieure nette du secteur des IFM de la zone euro a augmenté de 344 milliards d'euros en mai (cf. graphique 6).

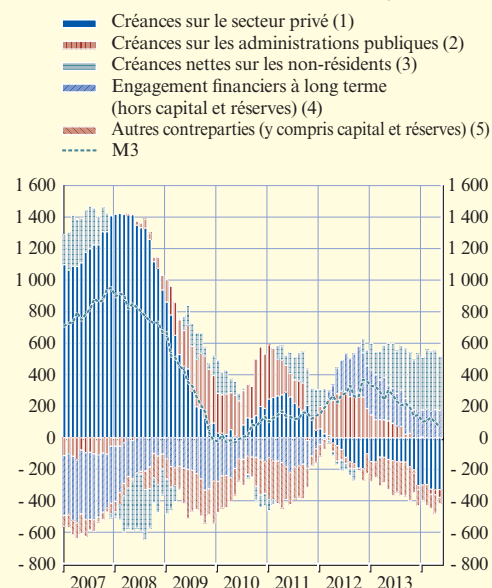
Dans l'ensemble, les dernières données monétaires confirment l'atonie de la dynamique sous-jacente de la monnaie et du crédit. La croissance de l'agrégat monétaire large continue de bénéficier à la fois de l'augmentation de la position extérieure nette des IFM et des arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme. Dans le même temps, la faiblesse de la dynamique monétaire reflète également la quête de rendement que poursuit le secteur détenteur de monnaie dans un contexte de faible rémunération des actifs monétaires et de regain de confiance. La dynamique des prêts aux ménages et aux entreprises demeure faible, mais l'incertitude relative à un point de retournement de l'évolution des prêts accordés aux sociétés non financières s'est quelque peu atténuée.

## 2.2 ÉMISSIONS DE TITRES

*En avril 2014, les émissions de titres de créance des résidents de la zone euro ont continué de se contracter et ont été légèrement plus négatives qu'en mars. Cette évolution a reflété d'une part une*

Graphique 6 Contreparties de M3

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



Source : BCE.

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

progression des émissions d'emprunts publics dans des conditions de marché plus favorables et, d'autre part, un nouveau fléchissement du taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les sociétés non financières. Tandis que le taux de progression annuel des émissions de titres de créance par les IFM est resté négatif, ce secteur a été le principal contributeur aux émissions d'actions cotées des résidents de la zone euro.

### TITRES DE CRÉANCE

Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les résidents de la zone euro est demeuré négatif en avril, ressortant à - 1,0 %, contre - 0,7 % le mois précédent (cf. tableau 6). Au niveau sectoriel, le taux de progression annuel des émissions de titres par les sociétés non financières a continué de fléchir, s'établissant à 6,2 % en avril contre 7,9 % en mars, tandis que celui des émissions de titres de créance par les IFM est demeuré négatif, à - 7,6 %. S'agissant des administrations publiques, le taux de croissance des émissions s'est légèrement renforcé, ressortant à 4,7 %, après 4,2 % en mars. Cette évolution a reflété, entre autres facteurs, une appétence accrue des investisseurs pour les obligations à rendement relativement élevé émises par les émetteurs souverains moins bien notés de la zone euro, ces investisseurs profitant des conditions de marché plus favorables pour accéder au marché obligataire. Enfin, le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance par les institutions financières non monétaires est devenu plus négatif et s'est établi à - 3,6 % en avril, contre - 2,2 % en mars.

La ventilation par échéances des titres de créance émis montre que, en avril, l'activité de refinancement a été concentrée sur les émissions du compartiment à long terme à taux fixe du marché. Le taux de croissance annuel des émissions de titres de créance à long terme a légèrement fléchi, revenant à - 0,1 %, après 0,0 % en mars. Cette évolution reflète une baisse de 5,3 % en rythme annuel (après 5,0 % en mars) des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux variable, qui a été compensée par une progression de 1,7 % (sans changement par rapport au mois précédent) des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux fixe. Ce recul porte à vingt et un le nombre de mois consécutifs de variation négative des émissions de titres de créance à long terme assortis d'un taux variable. Le rythme annuel de variation des émissions de titres de créance à court terme est resté négatif pour le vingtième mois consécutif, s'inscrivant à - 10,2 %, après - 8,3 % le mois précédent.

Tableau 6 Titres émis par les résidents de la zone euro

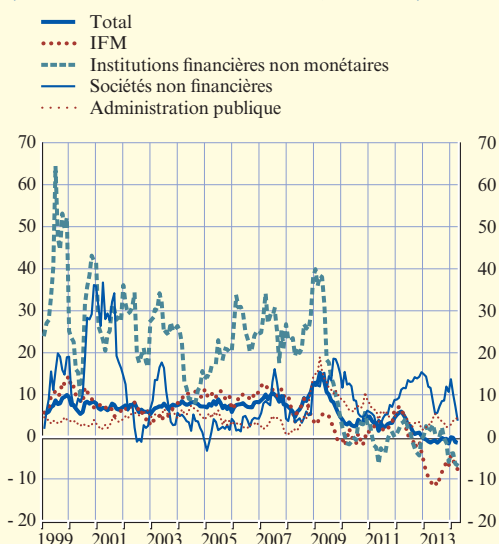
Secteur émetteur	Encours (en milliards d'euros)	Taux de croissance annuels <sup>1)</sup>					
		2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2014 Mars	2014 Avril
	2014 Avril						
<b>Titres de créance</b>	<b>16 430</b>	<b>- 0,2</b>	<b>- 0,7</b>	<b>- 0,9</b>	<b>- 0,8</b>	<b>- 0,7</b>	<b>- 1,0</b>
IFM	4 797	- 6,5	- 8,7	- 8,9	- 8,0	- 7,7	- 7,6
Institutions financières non monétaires	3 166	- 0,7	0,9	0,3	- 2,0	- 2,2	- 3,6
Sociétés non financières	1 084	11,9	10,3	9,8	8,8	7,9	6,2
Administrations publiques	7 383	3,5	3,3	3,3	3,9	3,8	4,0
dont :							
Administrations centrales	6 709	4,0	4,1	4,0	4,5	4,2	4,7
Autres administrations publiques	675	- 0,6	- 3,8	- 3,1	- 0,7	- 0,8	- 1,9
<b>Actions cotées</b>	<b>5 840</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
IFM	639	2,5	7,8	7,4	8,7	9,0	10,9
Institutions financières non monétaires	484	2,6	1,5	0,8	1,3	2,0	1,8
Sociétés non financières	4 717	0,2	0,3	0,5	0,8	1,2	1,3

Source : BCE.

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

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

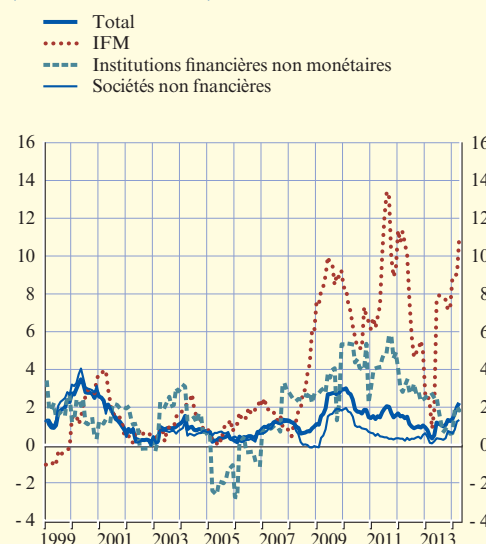
(taux de croissance annualisés sur six mois ; données cvs)



Source : BCE.

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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

S'agissant des évolutions à court terme, le ralentissement de l'activité d'émission de titres de créance par les sociétés non financières a été plus prononcé que ne le laissait présager le taux de croissance annuel (cf. graphique 7). En avril, le taux de croissance annualisé sur six mois des émissions de titres de créance par les sociétés non financières s'est inscrit en baisse, à 3,8 %, contre 7,2 % le mois précédent, et le taux correspondant pour les IFM est passé à -7,7 %, après -6,9 % en mars. Dans le cas des institutions financières non monétaires, ce taux est resté négatif, à -6,8 %, après -6,4 % en mars. En revanche, le taux de croissance annualisé sur six mois des émissions par les administrations publiques s'est renforcé, passant de 3,9 % en mars à 4,9 %.

### ACTIONS COTÉES

En avril 2014, le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les résidents de la zone euro s'est accentué, ressortant à 2,2 %, après 2,0 % en mars (cf. graphique 8). S'agissant des sociétés non financières, la progression annuelle des émissions d'actions s'est établie à 1,3 % au lieu de 1,2 % le mois précédent. Le taux correspondant pour les institutions financières non monétaires est revenu à 1,8 %, contre 2,0 % en mars. Enfin, en avril, le taux de croissance annuel des émissions d'actions par les IFM est resté robuste, atteignant 10,9 %, après 9,0 % en mars, reflétant le renforcement en cours des bilans dans ce secteur.

## 2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Entre le 4 juin et le 2 juillet, les taux d'intérêt du marché monétaire, y compris les taux de l'Eonia et des swaps Eonia, ont diminué. Le recul a été observé principalement au cours de la période qui a suivi la réunion du Conseil des gouverneurs du 5 juin. L'injection de liquidité résultant de l'interruption de l'opération de réglage fin hebdomadaire stérilisant le Programme pour les marchés de titres a été en partie compensée par un moindre recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème et par une absorption plus élevée par les facteurs autonomes.

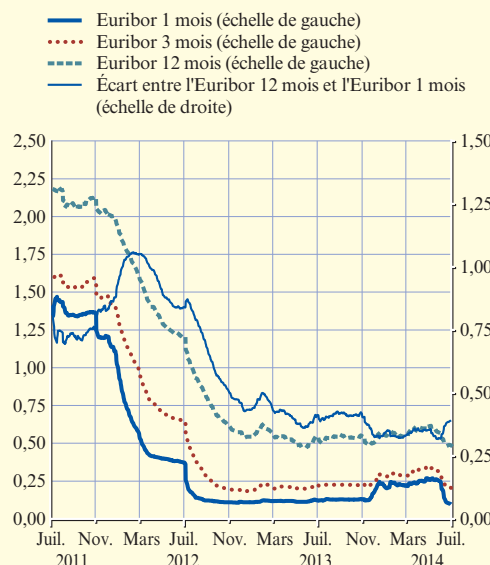
Entre le 4 juin et le 2 juillet, les taux des prêts en blanc du marché monétaire ont baissé. Cette diminution progressive est intervenue après la réunion du Conseil des gouverneurs du 5 juin, au cours de laquelle il a été décidé d'abaisser les taux directeurs de la BCE et d'introduire d'autres mesures de politique monétaire pour améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Par exemple, les taux sur les échéances 1 mois et 3 mois ont diminué de 15 et 10 points de base, respectivement. Les taux en blanc sur les échéances plus longues, par exemple à 6 et à 12 mois, ont également baissé. En conséquence, le 2 juillet, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissaient à 0,10 %, 0,21 %, 0,30 % et 0,49 %, respectivement. Dès lors, l'écart entre les taux Euribor 12 mois et 1 mois – un indicateur de la pente de la courbe des taux du marché monétaire – s'est légèrement creusé pour s'établir à 39 points de base environ le 2 juillet (cf. graphique 9).

S'agissant des anticipations relatives aux taux futurs du marché monétaire, les taux d'intérêt implicites tirés des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois d'échéances septembre et décembre 2014 ainsi que mars et juin 2015 sont restés pratiquement inchangés par rapport aux niveaux constatés le 4 juin 2014, s'établissant à 0,175 %, 0,165 %, 0,170 % et 0,175 %, respectivement, le 2 juillet. L'incertitude des marchés, mesurée par la volatilité implicite des options à court terme sur les contrats à terme sur l'Euribor 3 mois, a continué de diminuer au cours de la période sous revue, ressortant à 0,04 % le 2 juillet, son niveau le plus bas depuis juillet 2007. Le taux du *swap* Eonia à 3 mois a baissé régulièrement au cours de la période sous revue, s'établissant à 0,06 % le 2 juillet. L'écart entre le taux Euribor 3 mois et le taux du *swap* Eonia de même échéance a diminué de 6 points de base, s'inscrivant à 15 points de base le 2 juillet.

Entre fin mai et la réunion du Conseil des gouverneurs du 5 juin, l'Eonia a affiché une certaine volatilité, évoluant dans une fourchette comprise entre 0,14 % et 0,45 %. Cette volatilité a principalement reflété des niveaux d'excédent de liquidité moins importants et des hausses de fin de mois. Depuis le début de la période de constitution des réserves qui a commencé le 11 juin, l'Eonia et sa volatilité

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

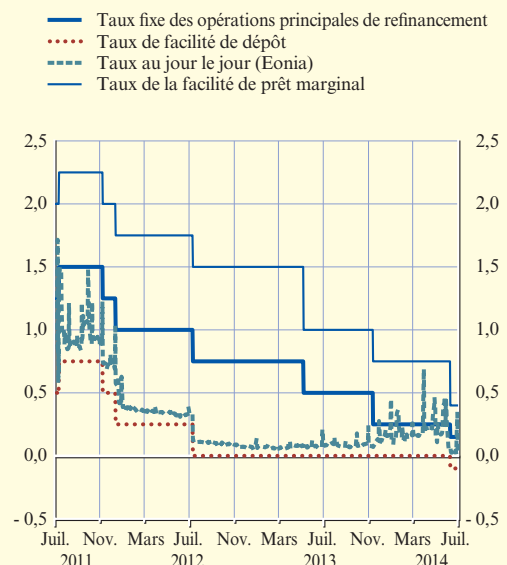
(en pourcentage annuel ; écart en points de pourcentage ; données quotidiennes)



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.

ont nettement diminué, l'Eonia se situant à des niveaux proches de zéro durant la majeure partie de la période (cf. graphique 10). Il a enregistré un point haut de 0,34 % le 30 juin, renouant avec des niveaux proches de zéro les jours suivants. Cette hausse de fin de mois découle probablement d'une demande de liquidité suscitée par l'« habillage des bilans ».

Entre le 4 juin et le 2 juillet 2014, l'Eurosystème a conduit plusieurs opérations de refinancement, toutes sous forme d'appels d'offre à taux fixe. Lors des opérations principales de refinancement de la cinquième période de constitution de réserves de 2014, conduites les 10, 17 et 24 juin et le 1<sup>er</sup> juillet, l'Eurosystème a alloué respectivement 136,8 milliards d'euros, 97,9 milliards, 115,0 milliards et 97,1 milliards. L'Eurosystème a également procédé à deux opérations de refinancement à plus long terme en juin, à savoir une opération de refinancement exceptionnelle assortie d'une échéance correspondant à une période de constitution de réserves le 10 juin (pour une allocation de 10 milliards d'euros) et une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois le 25 juin (pour une allocation de 10,4 milliards). Le 5 juin 2014, le Conseil des gouverneurs a décidé de suspendre les opérations de refinancement exceptionnelles de l'Eurosystème dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, avec effet après l'opération dont l'adjudication a été effectuée le 10 juin 2014.

Le 5 juin 2014, le Conseil des gouverneurs a également décidé de suspendre l'opération de réglage fin hebdomadaire visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, avec effet après l'opération dont l'adjudication a été effectuée le 10 juin 2014. Lors de cette opération, la BCE a ponctionné 108,6 milliards d'euros dans le cadre d'un appel d'offres à taux variable, assorti d'un taux maximum de soumission de 0,15 %. En outre, les contreparties ont opté pour un remboursement anticipé, sur une base hebdomadaire, des fonds alloués dans le cadre des opérations à long terme d'une durée de trois ans du 21 décembre 2011 et du 29 février 2012. Au 2 juillet 2014, un montant total de 586,4 milliards d'euros avait été remboursé depuis le 30 janvier 2013. Sur ce montant, 343,2 milliards d'euros se rapportaient à l'opération de refinancement du 21 décembre 2011 et les 243,2 milliards d'euros restants à celle du 29 février 2012.

L'excédent de liquidité a légèrement diminué au cours de la cinquième période de constitution de réserves de 2014, ressortant en moyenne à 116,6 milliards d'euros, contre 117,2 milliards lors de la période de constitution précédente. L'augmentation du volume des opérations d'*open market* a presque totalement compensé la plus forte absorption par les facteurs autonomes. L'augmentation nette du volume des opérations d'*open market* résulte principalement de la participation accrue aux opérations principales de refinancement et aux opérations de refinancement à plus long terme (d'une durée de trois mois ou dont la durée correspond à une période de constitution) ainsi que d'une moindre ponction par le biais des reprises de liquidité en blanc. La moyenne du recours quotidien à la facilité de dépôt a légèrement baissé pour ressortir à 28,3 milliards d'euros au cours de la cinquième période de constitution de réserves, contre 29,7 milliards lors de la précédente période de constitution, tandis que l'excédent moyen détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants a augmenté, passant de 87,7 milliards à 88,3 milliards. Le recours moyen à la facilité de prêt marginal est revenu de 0,2 milliard d'euros à 0,1 milliard.

L'excédent de liquidité s'est inscrit en hausse, atteignant des niveaux moyens proches de 132,1 milliards d'euros pendant les trois premières semaines de la sixième période de constitution de 2014, en raison essentiellement d'un volume accru d'opérations d'*open market*, qui a résulté de l'interruption des opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres. L'injection de liquidité qui en a résulté a été en partie compensée par un moindre recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème (opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme) et

par une absorption accrue par les facteurs autonomes. L'injection nette de liquidité découlant de l'interruption de l'opération de réglage fin hebdomadaire visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres est ressortie à 66,1 milliards d'euros.

## 2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

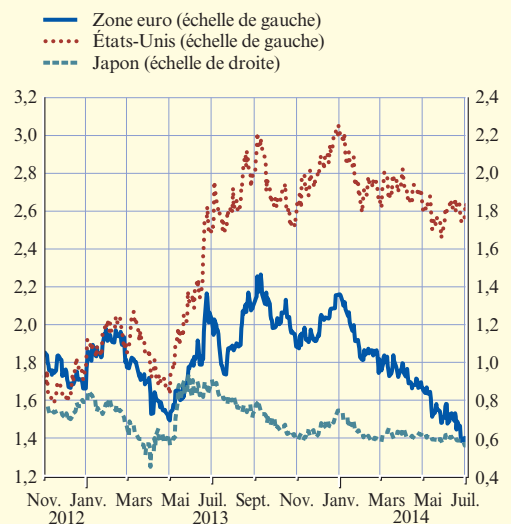
*En juin et début juillet, les rendements des emprunts publics à dix ans ont continué de diminuer dans la zone euro, notamment après la réunion du Conseil des gouverneurs du 5 juin, pour atteindre les niveaux les plus bas jamais enregistrés. En revanche, aux États-Unis, ils ont légèrement augmenté sur la même période, dans un contexte d'amélioration de la situation du marché du travail et d'inflation plus élevée. Les écarts de rendement des obligations souveraines se sont resserrés dans la zone euro, sur fond de légère atténuation de l'incertitude sur les marchés obligataires et de regain de confiance. Les indicateurs financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro sont demeurés pleinement compatibles avec la stabilité des prix.*

Entre fin mai et le 2 juillet 2014, les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro notés AAA ont diminué d'environ 10 points de base, pour s'établir à quelque 1,4 %, soit le niveau le plus bas enregistré depuis que la série historique est disponible, en 2004 (cf. graphique 11). Les rendements des emprunts publics à plus court terme notés AAA de la zone euro se sont également inscrits en baisse au cours de la période sous revue. Aux États-Unis, les rendements des emprunts publics à dix ans se sont accrus de 15 points de base environ, à 2,6 %, tandis qu'au Japon, ils sont demeurés globalement inchangés, à 0,6 % environ.

En examinant plus en détail les évolutions, le recul des rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro est essentiellement intervenu en réaction à la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, au cours de laquelle il a été décidé d'abaisser les taux directeurs de la BCE et d'introduire d'autres mesures de politique monétaire pour améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Quelques jours après cette réunion, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro sont revenus aux niveaux observés au début de la période sous revue, avant de diminuer encore légèrement pendant le reste de la période pour atteindre un point bas, à 1,4 %. Aux États-Unis, les rendements des emprunts publics à long terme ont progressé, dans un contexte d'amélioration de la situation du marché du travail et d'accélération de l'inflation. L'annonce faite le 18 juin par le Comité fédéral de l'*open market* d'une nouvelle réduction de 10 milliards de dollars de son programme de rachat d'actifs, ramené à 35 milliards de dollars par mois, n'a pas entraîné de variation significative des rendements.

**Graphique 11 Rendements des emprunts publics à long terme**

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

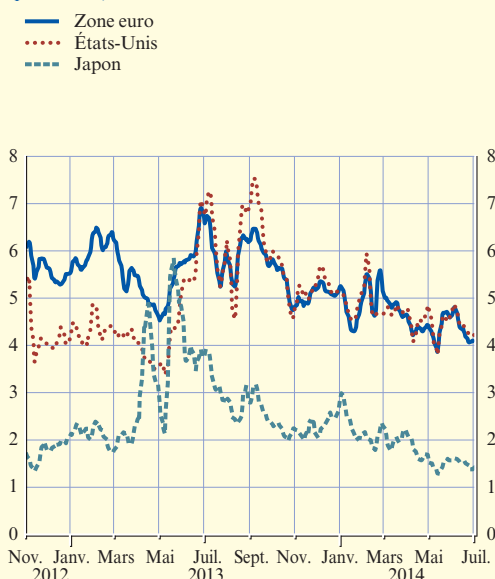


Sources : EuroMTS, BCE, Bloomberg et Thomson Reuters.

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

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

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

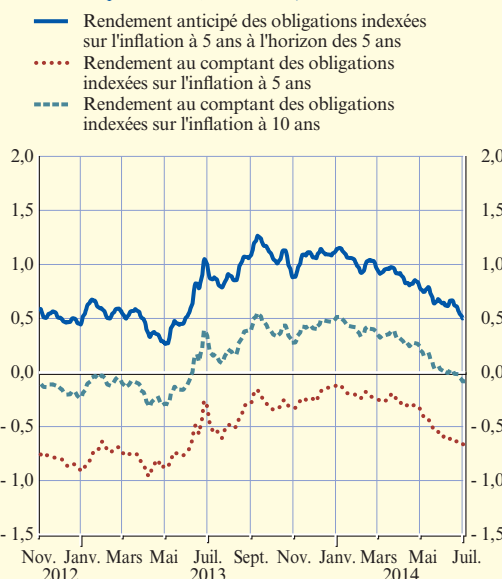


Source : Bloomberg.

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

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

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



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

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

L'incertitude des investisseurs quant aux évolutions à court terme sur les marchés obligataires, mesurée par la volatilité implicite tirée des options sur les cours des obligations à court terme, s'est globalement atténuée dans la zone euro au cours de la période sous revue, s'étant d'abord accentuée jusqu'à la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, pour ensuite diminuer de façon régulière (cf. graphique 12). L'incertitude sur les marchés obligataires américains a également reculé sur la période considérée. Le 2 juillet, la volatilité implicite sur les marchés obligataires est ressortie à un peu plus de 4 % dans les deux zones économiques.

Dans l'ensemble, entre fin mai et début juillet, les rendements des emprunts publics à long terme de la plupart des pays de la zone euro ont continué de baisser et les écarts de rendement des obligations au sein de la zone euro ont continué de se resserrer, sur fond d'amélioration continue de la confiance des investisseurs. Cette évolution est cohérente avec la forte demande observée pour les émissions d'emprunts publics par l'Espagne et le Portugal. Les écarts par rapport au taux des *swaps* de taux référencés sur un taux au jour le jour (OIS) se sont resserrés pour la plupart des pays de la zone euro.

Les rendements obligataires réels dans la zone euro, mesurés par les rendements des emprunts publics indexés sur l'inflation <sup>1</sup>, ont de nouveau accusé un repli au cours de la période sous revue

<sup>1</sup> Le rendement réel des emprunts publics de la zone euro indexés sur l'inflation est calculé comme le rendement moyen des emprunts publics français et allemands indexés sur l'inflation pondéré du PIB. 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.

(cf. graphique 13). Entre fin mai et le 2 juillet, les rendements réels des emprunts publics à cinq ans et à dix ans ont baissé d'environ 8 points de base et 11 points de base, à  $-0,66\%$  et  $-0,08\%$ , respectivement. En conséquence, le taux d'intérêt réel anticipé à long terme a reculé de 15 points de base dans la zone euro, pour s'établir à  $0,50\%$  environ à la fin de la période sous revue. Les niveaux actuels des rendements réels sont les plus bas observés depuis un an environ. L'encadré 3 analyse brièvement les taux d'intérêt réels dans la zone euro ainsi que leurs déterminants.

### Encadré 3

#### LES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS DANS LA ZONE EURO : UNE PERSPECTIVE À PLUS LONG TERME

Selon diverses mesures, les taux d'intérêt réels sans risque à plus long terme dans la zone euro sont actuellement très inférieurs aux niveaux constatés avant la crise <sup>1</sup>.

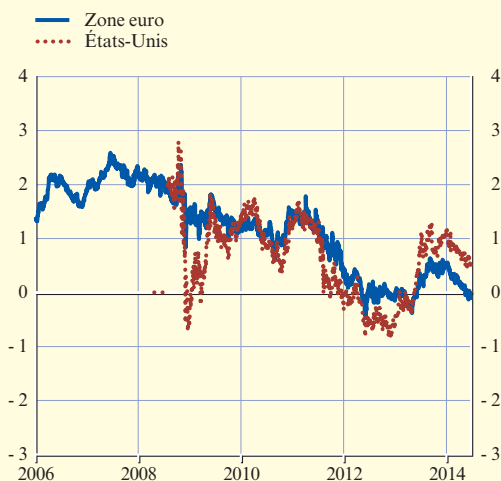
Le graphique A présente, pour la zone euro et les États-Unis, les taux d'intérêt réels anticipés à cinq ans dans cinq ans, calculés comme la différence entre les taux nominaux des *swaps* de taux référencés sur un taux au jour le jour (OIS) et les taux des *swaps* indexés sur l'inflation d'échéances cinq et dix ans <sup>2</sup>. Telles quelles, les données indiquent que les marchés s'attendent actuellement à un taux d'intérêt réel dans la zone euro légèrement inférieur à  $0\%$ , après  $2\%$  environ avant la crise.

Un grand nombre d'explications complémentaires, quoique différentes, ont été avancées pour expliquer le recul des taux d'intérêt réels sans risque à plus long terme dans la zone euro. Certaines ont trait aux effets d'une politique monétaire très accommodante dans un contexte de taux directeurs à court terme proches de la borne zéro en termes nominaux. D'autres portent sur les évolutions à moyen terme, telles que les ajustements de bilan à l'issue de la crise financière et les déséquilibres aux niveaux à la fois national et mondial entre épargne et investissement. D'autres encore ont trait à la modification des déterminants à long terme des taux d'intérêt réels, sous l'effet de facteurs tels que l'évolution démographique et la croissance tendancielle de la productivité.

Le présent encadré passe en revue certains des facteurs qui pèsent sur les taux d'intérêt réels sans risque lorsqu'on adopte une perspective à plus long terme. On ne peut procéder à cette analyse sans faire référence à la notion de taux d'intérêt réel d'équilibre <sup>3</sup>. Malgré l'absence de consensus sur une définition précise de ce taux,

Graphique A Taux d'intérêt réels anticipés à cinq ans dans cinq ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Reuters, Bloomberg et calculs de la BCE. Données quotidiennes. Dernière observation le 23 juin 2014.

Note : Les taux d'intérêt réels sont calculés comme la différence entre les taux nominaux des *swaps* de taux référencés sur un taux au jour le jour (OIS) les taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq et à dix ans.

1 Les taux d'intérêt sans risque correspondent au rendement d'obligations idéales, parfaitement liquides et ne comportant aucun risque de crédit. Pour une analyse détaillée, cf. l'article intitulé *Les taux d'intérêt sans risque dans la zone euro : problèmes de mesure, évolutions récentes et importance pour la politique monétaire* du présent *Bulletin mensuel*.

2 Les taux nominaux anticipés à cinq ans dans cinq ans sont calculés à l'aide des taux des OIS à cinq ans et à dix ans. Les taux des *swaps* anticipés à cinq ans dans cinq ans indexés sur l'inflation sont calculés à l'aide des taux des *swaps* à cinq ans et à dix ans indexés sur l'inflation.

3 Pour une vue d'ensemble, cf. l'article intitulé *Le taux d'intérêt réel naturel dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de mai 2004.



on peut globalement l'expliquer comme étant le niveau du taux d'intérêt réel compatible avec une production égale à son niveau potentiel et une inflation correspondant à l'objectif<sup>4</sup>.

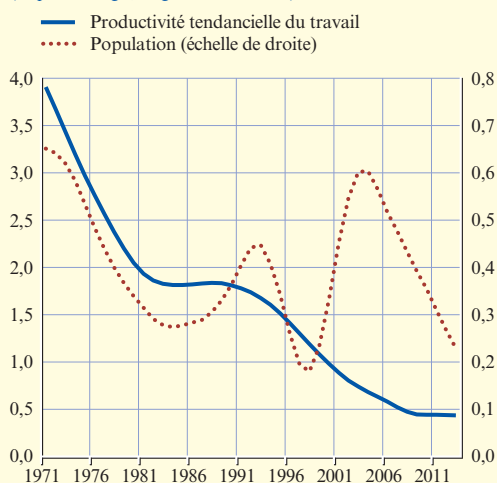
La manière la plus simple et la plus directe de mesurer le taux d'intérêt réel d'équilibre fait appel aux anticipations du marché concernant le taux d'intérêt réel sans risque attendu dans un futur éloigné, (cf. graphique A). Toutefois, si elles sont prospectives et disponibles tous les jours, les mesures tirées du marché n'en présentent pas moins d'importants points faibles. En particulier, elles sont exposées à des excès d'optimisme et de pessimisme non fondamentaux et tendent à être faussées par la variabilité des primes dans le temps. Actuellement, plusieurs mesures de primes à terme sur des échéances longues sont négatives, reflétant l'orientation très accommodante de la politique monétaire. Cela permet d'expliquer pourquoi les taux d'intérêt réels à long terme peuvent être bas en dépit d'estimations de la croissance du PIB potentiel s'élevant à 1,5 % environ pour les six à dix ans à venir, comme l'indiquent la Commission européenne et la dernière enquête de prévision du Consensus économique.

D'un point de vue conceptuel, une analyse plus éclairée qui tente d'expliquer les déterminants du taux d'intérêt réel d'équilibre du point de vue de l'équilibre général nécessite une taxonomie en lien avec le laps de temps permettant d'atteindre et de maintenir la stabilité de la production et de l'inflation. Pour identifier les déterminants à plus long terme, il est conseillé d'adopter un concept d'orientation neutre, qui fait abstraction de la dynamique conjoncturelle. Conformément à cette opinion, on imagine que le taux d'intérêt réel d'équilibre est donné par le taux d'intérêt réel attendu dans un futur éloigné, lorsque les effets de l'ensemble des chocs affectant l'économie se seront dissipés. Le PIB en volume sera alors égal à son niveau potentiel et l'inflation conforme à l'objectif fixé. En conséquence, à long terme, le taux d'intérêt réel d'équilibre sera entièrement déterminé par des processus fondamentaux (à caractère aussi bien national que mondial) liés au progrès technologique, à la démographie et à la préférence des consommateurs pour le présent. En outre, selon les caractéristiques structurelles d'un cadre analytique précis considéré comme approprié, les tendances de l'orientation budgétaire, l'architecture des systèmes de protection sociale et les modifications de la structure financière peuvent également avoir de l'importance<sup>5</sup>.

Certains des déterminants à long terme du taux d'intérêt réel d'équilibre avancés par la théorie économique sont de nature à conduire à une tendance baissière de ce taux. Le graphique B retrace l'évolution du taux de croissance à long terme du progrès technologique (mesuré ici simplement par la production par personne employée) et de l'augmentation de la population. Il fait apparaître une tendance baissière de la productivité depuis le début des années soixante-dix,

**Graphique B Sélection de déterminants à long terme du taux d'intérêt réel d'équilibre dans la zone euro**

(en pourcentage ; en glissement annuel)



Sources : Nations Unies, Eurostat, base de données AWM et calculs de la BCE.

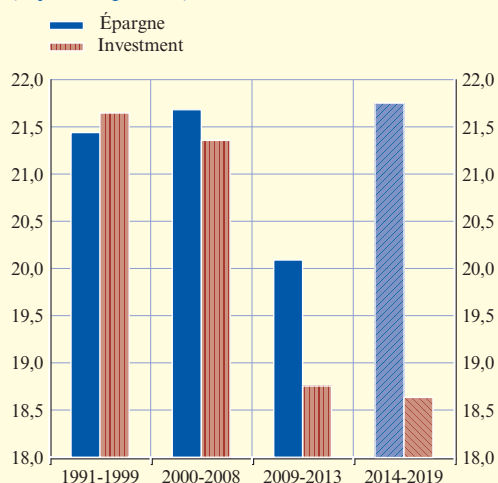
Note : La productivité tendancielle du travail est estimée à l'aide d'un filtre Hodrick-Prescott. La dernière observation porte sur 2013.

<sup>4</sup> Pour de plus amples détails, cf. les articles intitulés *PIB potentiel, sous-utilisation des capacités et lien avec les évolutions nominales depuis le début de la crise* et *Les tendances du PIB potentiel* des *Bulletins mensuels* de novembre 2013 et janvier 2011, respectivement.

<sup>5</sup> Pour une discussion récente du point de vue de l'équilibre général, cf. E. Kara et L. v.Thadden (2014), *Interest rate effects of demographic changes in a New-Keynesian life-cycle framework*, *Macroeconomics Dynamics*, à paraître.

**Graphique C Épargne et investissement nationaux bruts dans la zone euro**

(en pourcentage du PIB)

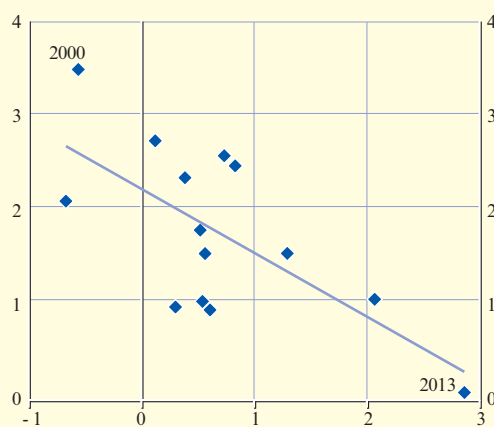


Sources : FMI et calculs de la BCE.

**Graphique D Rendements obligataires réels à cinq ans et écart entre épargne et investissement dans la zone euro sur la période 2000-2013**

(en pourcentage, en pourcentage annuel)

Axe des abscisses : écart épargne-investissement  
Axe des ordonnées : rendements obligataires réels à cinq ans



Sources : FMI, Consensus économique, Eurostat et calculs de la BCE.  
Note : Rendements nominaux des emprunts publics à cinq ans déflatés des anticipations d'inflation pondérées à cinq ans, émanant du Consensus économique pour les quatre principaux États membres de la zone euro.

qui s'est stabilisée à de bas niveaux ces dernières années. La croissance de la population, quoique légèrement plus volatile au cours des dernières décennies, est revenue de 0,7 % environ au début des années soixante-dix à moins de 0,3 % en 2012. En outre, elle devrait encore fléchir dans les années à venir.

Si l'on adopte une perspective davantage axée sur le moyen terme, il convient de souligner en particulier que l'évolution de l'offre relative d'épargne privée et de la demande de prêts tend à influencer sur le taux d'intérêt réel d'équilibre. Cela signifie que le processus de rééquilibrage en cours dans la zone euro, qui résulte de la crise financière, exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt réels par le biais de deux canaux essentiellement : (a) l'épargne publique et l'épargne privée devraient augmenter au fur et à mesure du redressement des finances publiques et des bilans du secteur privé ; (b) s'agissant de la demande de fonds domestiques, l'investissement rapporté au PIB de la zone euro a considérablement diminué ces dernières années. Au cours des prochaines années, on peut s'attendre à une certaine augmentation de ce ratio, mais il existe un risque de reprise lente. Dans l'ensemble, l'écart entre épargne et investissement dans la zone euro, qui s'est nettement creusé au cours des cinq dernières années, pourrait encore s'accroître entre 2014 et 2019 (cf. le graphique C, qui utilise des estimations du FMI). Si son ampleur est très incertaine, cet effet devrait néanmoins exercer une pression à la baisse sur les taux d'intérêt réels (cf. graphique D). Ce graphique offre une analyse simple, sous la forme d'un nuage de points, de la relation entre le rendement réel *ex ante* des emprunts publics à cinq ans de la zone euro et l'écart entre épargne et investissement dans la zone, indiquant une relation négative. Toutefois, les évolutions mondiales, telles que le resserrement attendu de l'écart entre épargne et investissement sur les marchés émergents, pourraient bien atténuer ces forces. De plus, pour que l'analyse soit complète, il faut intégrer des facteurs structurels, comme par exemple la forte demande d'actifs sans risque récemment constatée émanant d'institutions telles que les fonds de pension et les sociétés d'assurance, dans un contexte de vieillissement de la société et de modifications réglementaires et comptables.

Les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme, soit l'écart entre les obligations nominales et les obligations indexées sur l'inflation correspondantes, sont demeurés globalement inchangés depuis fin mai. Le 2 juillet, les points morts d'inflation à cinq ans et à dix ans se sont établis à quelque 1,1 % et 1,6 %, respectivement. Dès lors, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans dérivé des obligations est également demeuré inchangé à la fin de la période sous revue, tout en affichant une certaine volatilité au cours de la période, ressortant à 2,1 % le 2 juillet (cf. graphique 14). Dans le même temps, les points morts d'inflation anticipés à long terme calculés à partir des *swaps* indexés sur l'inflation, qui sont un peu moins volatils, se sont inscrits en légère hausse, pour s'établir à 2,1 %. Globalement, les indicateurs des marchés financiers continuent de suggérer que les anticipations d'inflation à long terme demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix <sup>2</sup>. L'encadré 4 présente les primes de risque d'inflation incorporées aux anticipations d'inflation fondées sur les marchés.

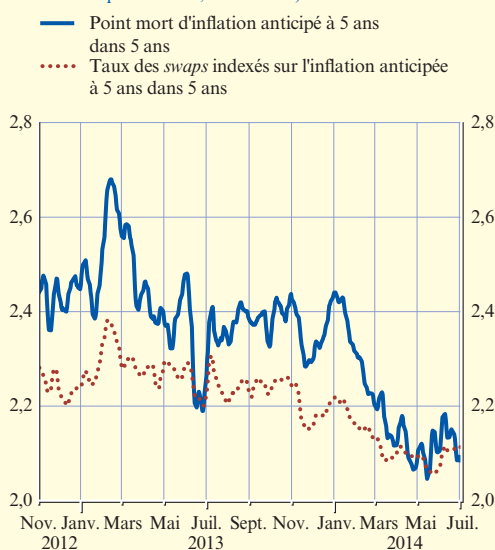
Entre fin mai et le 2 juillet, la structure par termes des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés dans la zone euro s'est déplacée vers le bas pour toutes les échéances, le recul le plus prononcé concernant les échéances autour de cinq ans (cf. graphique 15).

Au cours de la période sous revue, les écarts de rendement des obligations bien notées émises par des sociétés de la zone euro (par rapport à l'indice Merrill Lynch des emprunts publics notés AAA pour l'UEM) se sont resserrés pour l'ensemble des catégories de notation.

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

**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)

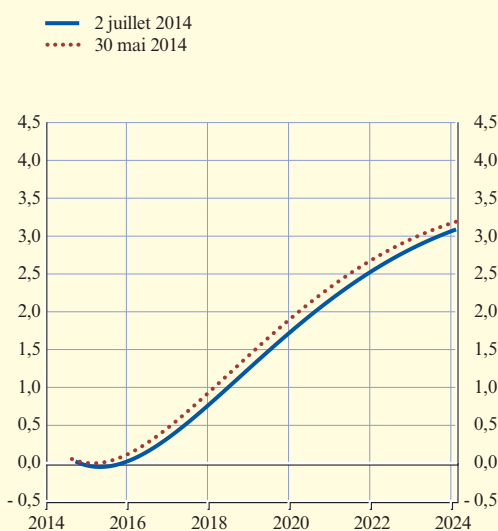


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

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

#### Encadré 4

### LES PRIMES DE RISQUE D'INFLATION DANS LES MESURES DES ANTICIPATIONS D'INFLATION FONDÉES SUR LES MARCHÉS

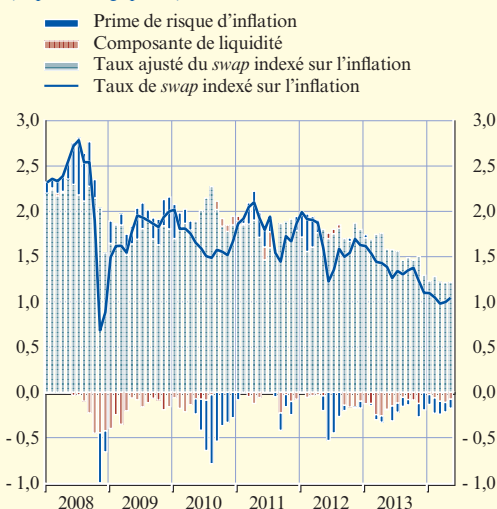
Depuis l'été 2012, parallèlement aux évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCH, les mesures à court terme des anticipations d'inflation fondées sur les marchés ont affiché une tendance à la baisse. À l'heure actuelle, ces anticipations tablent sur une augmentation seulement très progressive de l'inflation pour les années à venir, un retour à des niveaux proches de 2 % n'étant pas attendu avant 2020. Cependant, les anticipations d'inflation fondées sur l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) suggèrent un ajustement légèrement plus rapide vers des niveaux proches de 2 % (cf. également le graphique B de l'encadré 5, section 3, qui présente de façon plus détaillée les évolutions récentes des mesures basées sur l'enquête). Le présent encadré montre que les composantes du risque dans les taux des *swaps* indexés sur l'inflation expliquent en partie la différence entre les anticipations d'inflation fondées sur les marchés et celles fondées sur l'enquête.

#### Évaluation des composantes du risque dans les taux des *swaps* indexés sur l'inflation

La mesure des anticipations d'inflation tirées des taux de *swap* peut être influencée par des effets de liquidité et par des primes de risque, qui peuvent être très importants au cours de certaines périodes. L'estimation de ces composantes peut permettre de comprendre les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés.

**Graphique A** Décomposition des taux de *swap* indexés sur l'inflation anticipés à un an dans un an

(en pourcentage par an)

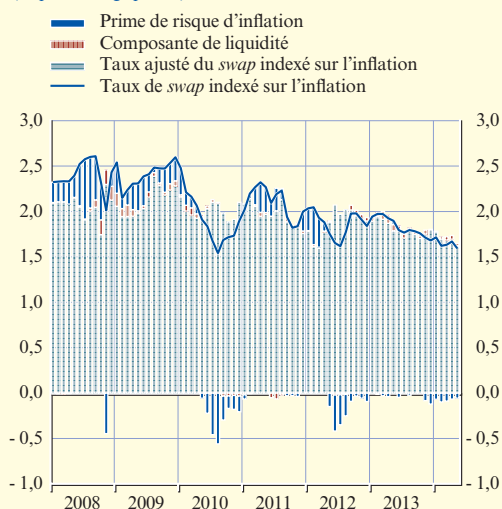


Sources : données Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : la décomposition est basée sur les résultats de la régression de la différence entre les taux de *swap* indexés sur l'inflation anticipés à un an dans un an et les prévisions d'inflation à deux ans de l'EPP sur un certain nombre d'indicateurs de risque (cf. le corps du texte). La dernière observation correspond à mai 2014.

**Graphique B** Décomposition des taux de *swap* indexés sur l'inflation anticipés à un an dans quatre ans

(en pourcentage par an)



Sources : données Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : la décomposition est basée sur les résultats de la régression de la différence entre les taux de *swap* indexés sur l'inflation anticipés à un an dans quatre ans et les prévisions d'inflation à cinq ans de l'EPP sur un certain nombre d'indicateurs de risque (cf. le corps du texte). La dernière observation correspond à mai 2014.

Les primes de risque et les effets de liquidité sont estimés en régressant la différence entre les anticipations d'inflation tirées des *swaps* indexés sur l'inflation et celles tirées de l'EPP sur des indicateurs de risque (par exemple, les prix tirés des options sur inflation, la volatilité de l'inflation, etc.) et de liquidité (mesurée comme la différence entre les points morts d'inflation basés sur les obligations et les taux de *swap* indexés sur l'inflation sur l'horizon correspondant). La partie qui s'explique par les régresseurs liés au risque est considérée comme une mesure de la prime de risque d'inflation. Les graphiques A et B présentent la décomposition des taux de *swap* anticipés indexés sur l'inflation observés entre taux d'inflation ajustés, primes de risque d'inflation et une composante de liquidité.

Cette décomposition montre que, même si la prime de risque d'inflation a été positive en moyenne, elle est devenue négative au cours des derniers mois. La présence d'une prime de risque d'inflation (légèrement) négative implique que les anticipations d'inflation sont peut-être actuellement plus élevées et par conséquent plus proches des mesures tirées de l'enquête que ne l'impliquent, à première vue, les *swaps* d'inflation. C'est très probablement le cas pour l'horizon à court terme, tandis que l'effet est très faible sur l'horizon à plus long terme. Le rôle des effets de liquidité apparaît comme limité, ce qui indique que les marchés de la protection contre l'inflation fonctionnent bien à l'heure actuelle, contrairement à la période qui a immédiatement suivi la faillite de Lehman Brothers.

### Interprétation de la prime de risque d'inflation

La prime de risque d'inflation est liée aux propriétés de couverture des obligations nominales par opposition à celles des obligations et des *swaps* indexés sur l'inflation, qui dépendent, quant à elles, de la nature des chocs anticipés sur l'économie les plus probables.

Si les intervenants de marché envisagent comme très probable un scénario de baisse de la production en volume (et de la consommation) assorti d'une hausse de l'inflation, une obligation nominale n'assure pas une couverture correcte contre un tel événement, puisque le rendement en termes réels se détériore en période de faible consommation (pas « de lissage de la consommation »). Toutefois, si la production/consommation et l'inflation diminuent, les obligations nominales aideraient à se couvrir contre la baisse de la consommation puisque leur rendement réel s'améliore avec la baisse de l'inflation. Une prime de risque d'inflation négative peut donc être rationnelle si les marchés prévoient qu'un choc macroéconomique assorti d'une baisse de la consommation et de l'inflation est plus probable qu'un choc s'accompagnant d'une hausse de l'inflation.

En résumé, contrairement à la période qui a immédiatement suivi la faillite de Lehman Brothers, les marchés de la protection contre l'inflation fonctionnent bien à l'heure actuelle et le rôle des effets de liquidité apparaît limité. Les risques à la baisse pesant sur l'inflation peuvent donc être interprétés en partie comme une prime de risque d'inflation négative. Cela s'explique par les propriétés des obligations nominales en matière de couverture contre la baisse de l'inflation par opposition à celles des obligations et des *swaps* indexés sur l'inflation. Dans l'ensemble, le bas niveau actuel des taux des *swaps* indexés sur l'inflation peut refléter la combinaison d'anticipations de faible inflation et d'une demande limitée de couverture contre une inflation élevée.

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

*En avril 2014, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts des ménages ont diminué, tandis que ceux appliqués aux dépôts à court terme des sociétés non financières ont augmenté. Les taux appliqués aux dépôts à long terme des sociétés non financières sont demeurés globalement inchangés. De même,*

la plupart des taux débiteurs des IFM sont restés stables, à l'exception notable des taux d'intérêt sur les prêts au logement accordés aux ménages, qui ont poursuivi leur recul. Par rapport aux taux d'intérêt du marché, les écarts des taux débiteurs ont légèrement diminué en avril pour les périodes de fixation du taux courtes, et ont augmenté dans le cas des périodes de fixation longues.

S'agissant des échéances et des périodes de fixation courtes, en avril 2014, les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an ont progressé de 7 points de base, à 0,7 %, dans le cas des sociétés non financières, tandis que les taux appliqués aux dépôts correspondants des ménages ont fléchi de 1 point de base, à 1,6 %. Les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an ont reculé de 7 points de base, à 2,7 %, et ceux appliqués aux prêts à la consommation de 17 points de base, à 5,7 % (cf. graphique 16). En ce qui concerne les sociétés non financières, les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant (inférieur ou égal à 1 million d'euros) et aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million d'euros) dont la période de fixation initiale du taux est courte sont demeurés globalement inchangés, à 3,8 % et 2,3 %, respectivement. L'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières et dont la période de fixation du taux est courte et les taux d'intérêt correspondants sur les prêts de montant élevé s'est légèrement creusé en avril, à 155 points de base, demeurant ainsi nettement supérieur à la moyenne de 120 points de base enregistrée depuis 2007. L'ampleur relative de cet écart indique toujours que les conditions de financement des petites et moyennes entreprises demeurent plus tendues que celles des grandes entreprises.

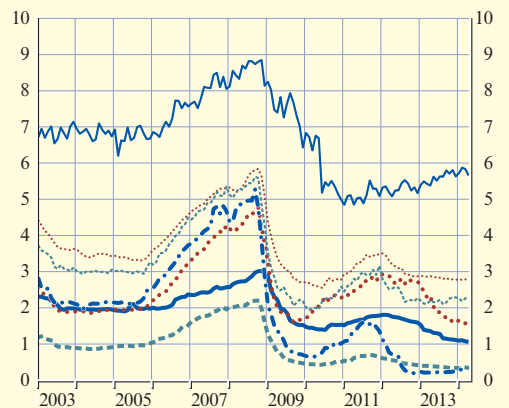
Compte tenu de la stabilité de l'Euribor 3 mois en avril, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts aux ménages assortis d'une période de fixation du taux courte et le taux du marché monétaire à trois mois a diminué de 9 points de base pour s'établir à 238 points de base, et l'écart correspondant pour les taux d'intérêt appliqués aux prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières et dont la période de fixation du taux est courte s'est également resserré de 4 points de base pour s'inscrire à 191 points de base (cf. graphique 17).

Depuis début 2012, les taux d'intérêt des IFM sur les dépôts à court terme des sociétés non financières et des ménages ont enregistré une baisse comprise entre 70 et 140 points de base, et les taux à court terme appliqués par les IFM aux prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières ainsi qu'aux prêts au logement consentis aux ménages ont diminué dans des proportions comprises entre 50 et 70 points de base.

**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



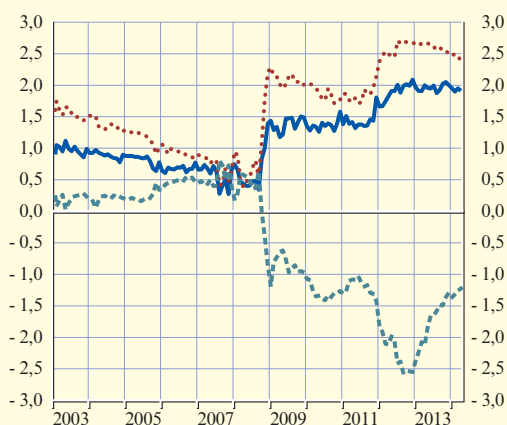
Source : BCE.

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



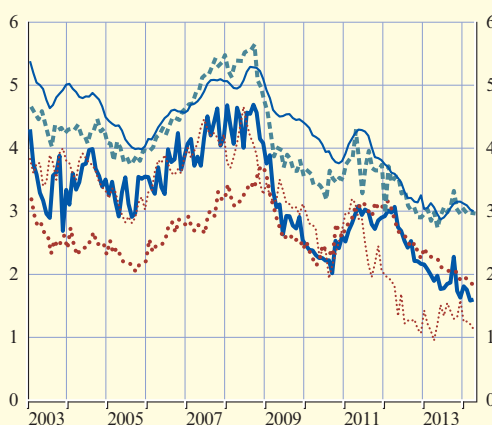
Source : BCE.

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

En ce qui concerne les échéances à plus long terme et les périodes de fixation de taux plus longues, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts à long terme des ménages ont diminué en avril, alors qu'ils ont légèrement augmenté dans le cas des sociétés non financières. S'agissant des ménages, ils ont reculé de 3 points de base, s'établissant à 1,8 %, alors qu'ils ont augmenté de 1 point de base pour les sociétés non financières, à 1,6 %. Les taux d'intérêt sur les prêts au logement assortis d'une période de fixation longue ont fléchi de 3 points de base en avril, ressortant à 3,0 % (cf. graphique 18). Les taux sur les prêts de faible montant et de montant élevé accordés aux sociétés non financières assortis d'une période de fixation longue sont demeurés inchangés, à 3,3 % et 3,0 %, respectivement. Par conséquent, l'écart entre les taux appliqués aux prêts de faible montant assortis d'une période de fixation du taux longue et les taux correspondants pour les prêts de montant élevé est demeuré stable en avril, à 30 points de base. Le rendement moyen des emprunts publics à sept ans notés AAA dans la zone euro ayant légèrement fléchi en avril, de 8 points de base pour s'établir à 1,13 %, les écarts entre les taux débiteurs dont la période de fixation est longue et ces rendements se sont creusés pour l'ensemble des prêts.

Depuis début 2012, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts à long terme ont fléchi de quelque 140 points de base, et les taux débiteurs à long terme ont reculé dans une moindre mesure, de quelque 60 points de base. Parallèlement, l'écart entre les taux débiteurs dont la période de fixation initiale est longue et le rendement moyen des emprunts publics à sept ans notés AAA, qui peut être considéré comme une référence pour les échéances plus longues, a fluctué entre 140

et 280 points de base dans le cas des prêts aux sociétés non financières, et entre 140 et 220 points de base pour les prêts au logement, demeurant ainsi très supérieur aux niveaux constatés avant la crise, où il était de 80 points de base environ dans le cas des prêts de montant élevé accordés aux sociétés non financières et de quelque 100 points de base aussi bien pour les prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières que pour les prêts au logement.

Dans l'ensemble, 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 et créditeurs bancaires. Dans le même temps, la morosité du climat économique et la nécessité pour les banques d'assainir leurs bilans exercent encore probablement une pression sur les taux débiteurs dans certains pays de la zone euro.

## 2.6 MARCHÉS BOURSIERS

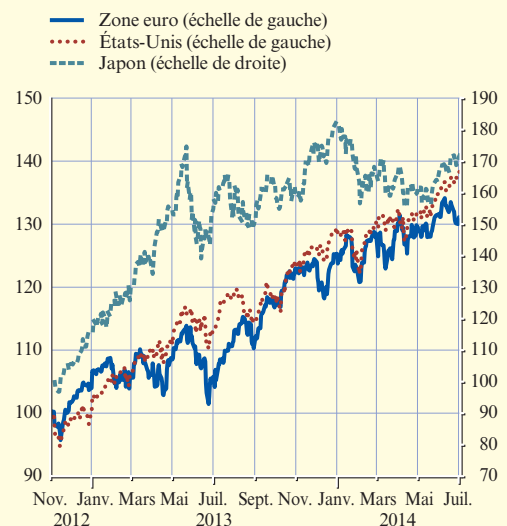
*Entre fin mai et début juillet 2014, les cours boursiers ont légèrement diminué dans la zone euro, sur fond de données économiques contrastées et de regain de tensions géopolitiques. Aux États-Unis et au Japon, les cours boursiers ont augmenté dans un contexte d'amélioration des données économiques dans les deux zones. Dans le même temps, l'incertitude sur les marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, s'est atténuée aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis, revenant aux niveaux les plus bas observés depuis 2005 et 2007, respectivement.*

Au cours des jours qui ont suivi la réunion du Conseil des gouverneurs le 5 juin, au cours de laquelle il a été décidé d'abaisser les taux directeurs de la BCE et d'introduire de nouvelles mesures de politique monétaire afin d'améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire, les cours boursiers ont augmenté dans la zone euro, les actions du secteur financier affichant les gains les plus élevés. Toutefois, vers la fin de la période sous revue, ils ont diminué pour s'inscrire à des niveaux comparables à ceux précédant la réunion du Conseil des gouverneurs. Ce recul est intervenu sur fond de données économiques contrastées et de regain des tensions géopolitiques.

Au total, les cours boursiers de la zone euro, mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, ont légèrement reculé entre fin mai et le 2 juillet (cf. graphique 19). Aux États-Unis, les cours des actions, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont augmenté de 3 % environ au cours de la même période. Cette hausse est intervenue dans un contexte d'amélioration des données économiques pour les États-Unis et de réaction positive des marchés boursiers à la dernière réunion du Comité fédéral de l'*open market*, où le caractère approprié de l'orientation extrêmement accommodante de la politique monétaire a été réaffirmé. Au Japon, les cours des actions, mesurés par l'indice Nikkei 225,

Graphique 19 Indices boursiers

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



Source : Thomson Reuters.



ont augmenté de 5 % environ. Cette hausse est intervenue dans un contexte d'amélioration des données économiques et d'engagement toujours résolu de la Banque du Japon de maintenir, aussi longtemps que nécessaire, l'orientation accommodante de sa politique monétaire, afin d'atteindre sa cible d'inflation.

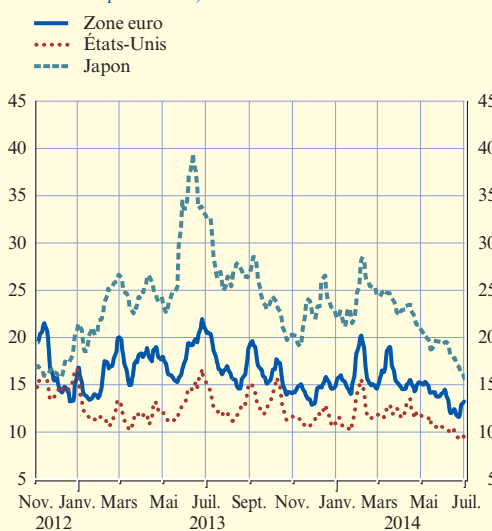
Dans la zone euro, les cours des actions du secteur des services aux consommateurs, du secteur financier et du secteur industriel ont affiché les baisses les plus importantes au cours de la période sous revue. En revanche, dans le secteur du pétrole et du gaz comme dans celui des services collectifs, les cours se sont appréciés de 4 % environ.

Aux États-Unis, les performances boursières ont également affiché des divergences selon les secteurs. Le secteur du pétrole et du gaz et celui de la santé ont tous deux enregistré des hausses de 5 % environ, soit les meilleures performances, tandis que le secteur des télécommunications a enregistré les performances les plus médiocres, avec une légère baisse.

L'incertitude régnant sur les marchés boursiers dans la zone euro, mesurée par la volatilité implicite, s'est atténuée entre fin mai et début juillet, revenant de 14 % environ à 13 %, la majeure partie du recul étant intervenue au cours des jours qui ont suivi la réunion du 5 juin du Conseil des gouverneurs (cf. graphique 20). Aux États-Unis, la volatilité implicite s'est atténuée sur la période, ressortant à 9 % environ le 2 juillet. Au Japon, elle s'est établie à 16 %, demeurant ainsi très supérieure à celle des autres principales zones économiques. Le degré de volatilité implicite des marchés boursiers au cours de la période sous revue a été le plus faible enregistré depuis fin 2005 dans la zone euro et depuis début 2007 aux États-Unis.

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 0,5 % en juin 2014, sans changement par rapport à mai. En ce qui concerne les principales composantes, la hausse des prix des services s'est accentuée, passant de 1,1 % en mai à 1,3 % en juin, tandis que la variation des prix des produits alimentaires est ressortie à -0,2 %, après 0,1 %. D'après les informations actuelles, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016. Les anticipations d'inflation à moyen et long terme pour la zone euro restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif principal de la BCE, qui est de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

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

### 3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

Sur la base des données les plus récentes, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,5 % en juin 2014, sans changement par rapport à mai. Ce résultat masque une augmentation des taux de variation annuels des composantes services et énergie, qui a été contrebalancée par une diminution du taux de la composante produits alimentaires (cf. tableau 7 et graphique 21). Abstraction faite des évolutions propres à un mois donné, le bas niveau de l'inflation observé dans la zone euro continue de refléter les faibles variations des prix des produits manufacturés hors énergie et, notamment, des taux de variation faibles, voire négatifs, des composantes énergie et produits alimentaires non transformés. Les tensions modérées sur les prix de la zone euro sont essentiellement liées à l'importance du volant de ressources inutilisées dans l'économie et aux évolutions antérieures du taux de change.

Procédant à un examen plus détaillé des principales composantes de l'IPCH, l'estimation rapide d'Eurostat pour juin met en évidence une légère accentuation de la hausse des prix de l'énergie sur un mois (0,1 % en juin, contre 0,0 % en mai) en raison de la hausse des cours du pétrole.

Pour l'ensemble de la composante produits alimentaires, qui intègre les produits transformés et non transformés, l'estimation rapide d'Eurostat fait ressortir un nouveau ralentissement du rythme annuel

Tableau 7 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

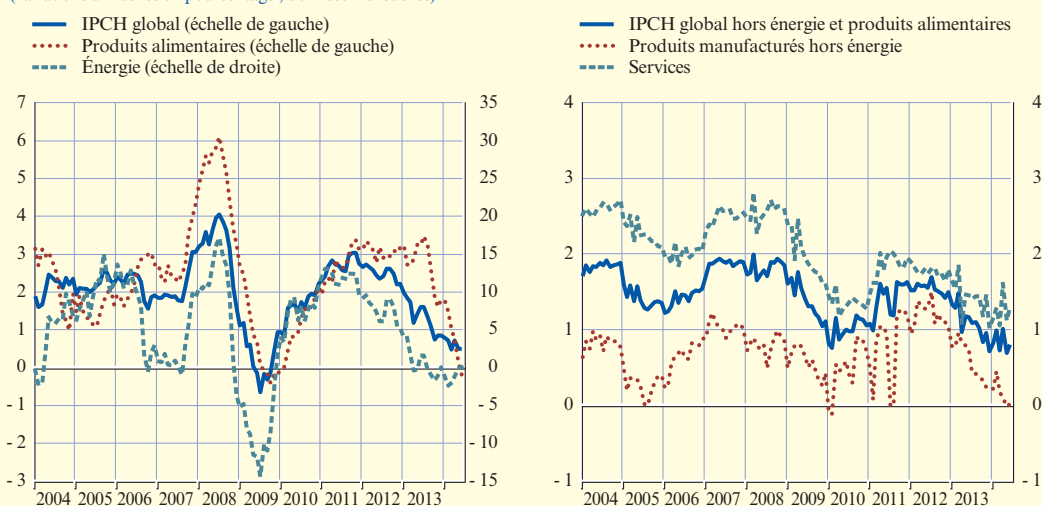
	2012	2013	2014 Janv.	2014 Fév.	2014 Mars	2014 Avril	2014 Mai	2014 Juin
<b>IPCH et composantes <sup>1)</sup></b>								
Indice global	2,5	1,4	0,8	0,7	0,5	0,7	0,5	0,5
Énergie	7,6	0,6	-1,2	-2,3	-2,1	-1,2	0,0	0,1
Produits alimentaires	3,1	2,7	1,7	1,5	1,0	0,7	0,1	-0,2
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	1,3	0,9	-0,1	-0,7	-2,1	.
Produits alimentaires transformés	3,1	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	.
Produits manufacturés hors énergie	1,2	0,6	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0
Services	1,8	1,4	1,2	1,3	1,1	1,6	1,1	1,3
<b>Autres indicateurs de prix</b>								
Prix à la production	2,8	-0,2	-1,3	-1,7	-1,7	-1,2	-1,0	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	86,6	81,7	78,8	79,4	77,8	78,2	79,4	82,3
Cours des matières premières hors énergie	-5,2	-8,0	-13,1	-13,1	-12,4	-7,5	-6,9	-2,7

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

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

Graphique 21 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat.

de variation, à  $-0,2\%$ , après  $0,1\%$  en mai. Aucune information officielle n'est encore disponible pour juin s'agissant de la ventilation de la composante produits alimentaires. La faible hausse des prix des produits alimentaires ces derniers mois, en particulier des prix de la composante produits alimentaires non transformés, s'explique principalement par la clémence des conditions météorologiques cette année par rapport à celles plus défavorables observées l'année dernière. Ce faible taux d'inflation est dû principalement à une forte diminution du rythme annuel de variation des prix des fruits et légumes qui, conjuguée à un effet de base baissier, a entraîné une baisse de 1,4 point de pourcentage du taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés, à  $-2,1\%$  en mai. Ce résultat marque un point bas historique pour cette composante depuis le début de la série en 1991. La hausse des prix des produits alimentaires transformés ne s'est que faiblement ralentie en mai, revenant à  $1,5\%$ , après  $1,6\%$  en avril.

La progression annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressortie à  $0,8\%$  en juin, après  $0,7\%$  en mai. Cette évolution reflète une accentuation de la hausse annuelle des prix des services (de  $1,1\%$  en mai à  $1,3\%$  en juin), tandis que la variation annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie est demeurée inchangée (à  $0,0\%$  en juin). Le rythme annuel de variation des prix des services a été très volatil ces derniers mois, ce qui s'explique en partie par les effets de la saisonnalité et du calendrier (le démarrage de la saison d'été et le décalage des vacances) sur les prix des services liés aux voyages (tels que les voyages organisés, le transport aérien et l'hébergement en hôtel). Le taux de croissance annuel de  $0,0\%$  enregistré en juin par les prix des produits manufacturés hors énergie est le plus faible depuis l'été 2011, reflétant la persistance d'une relative faiblesse de la demande des consommateurs et l'effet modérateur que les appréciations antérieures du taux de change ont exercé sur les prix des biens importés.

Le faible niveau de l'inflation mesurée par l'IPCH, si l'on exclut les composantes volatiles que sont les produits alimentaires et l'énergie, laisse penser que les tensions inflationnistes sous-jacentes demeurent contenues dans un contexte caractérisé par l'importance des ressources productives inutilisées dans l'économie de la zone euro.

### 3.2 PRIX À LA PRODUCTION

La variation des prix à la production (hors construction) s'est accentuée, à  $-1,0\%$  en rythme annuel en mai, après  $-1,2\%$  en avril (cf. tableau 7 et graphique 22). Hors énergie, elle est ressortie à  $-0,2\%$  en mai, soit un niveau légèrement supérieur à celui d'avril ( $-0,3\%$ ).

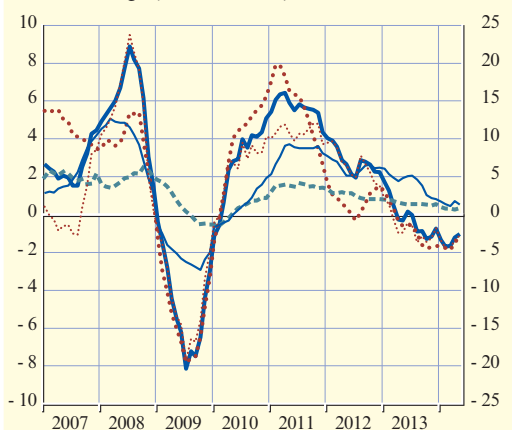
Les tensions en amont sur la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH sont restées modérées. Le rythme annuel de variation de l'indice des prix à la production dans le secteur des biens de consommation non alimentaires est ressorti en hausse, à  $0,5\%$  en mai, après  $0,4\%$  en avril, prolongeant ainsi la tendance modérément haussière qui s'est amorcée après le point bas de  $0,1\%$  enregistré en novembre 2013. Dans le même temps, les indicateurs tirés des enquêtes relatives au commerce de détail ont montré une légère atténuation des tensions en aval de la chaîne des prix. En amont, ces tensions se sont légèrement accentuées, demeurant toutefois négatives. En particulier, les tensions à la baisse liées à des facteurs externes (comme les cours du pétrole en euros et les prix des matières premières industrielles) et à des facteurs nationaux (comme l'indice des prix à la production de la composante biens intermédiaires) ont continué de s'affaiblir en juin et mai, respectivement.

Les tensions sur la composante produits alimentaires de l'IPCH se sont globalement atténuées tant en amont qu'en aval de la chaîne des prix. La hausse annuelle des prix à la production dans le secteur des biens de consommation alimentaires est ressortie en légère baisse à  $0,5\%$  en mai, contre  $0,7\%$  en avril. Les données des enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits alimentaires sont demeurées globalement inchangées en mai, tandis que celles relatives à leurs marges se sont détériorées. Plus en amont de la chaîne des prix, le taux de variation annuel des prix agricoles à la production dans l'UE et des cours internationaux des matières premières alimentaires en euros a de nouveau fléchi en juin, corrigeant les hausses des deux mois précédents,

**Graphique 22 Ventilation des prix à la production**

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

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

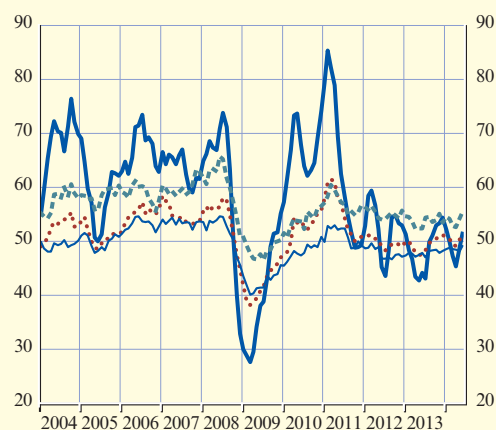


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

(indices de diffusion ; données mensuelles)

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



Source : Markit.

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

Tableau 8 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

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

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

les craintes relatives à une incidence néfaste des conditions météorologiques sur les récoltes dans différentes régions du monde sous l'effet d'un violent épisode El Niño s'étant dissipées.

D'un point de vue sectoriel, les derniers résultats d'enquêtes confirment l'existence de tensions modérées en amont sur les prix, tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. Les données ressortant de l'enquête auprès des directeurs d'achat font apparaître des hausses modérées des indices des prix des consommations intermédiaires pour les secteurs de l'industrie et des services en juin, mais à partir de niveaux encore modestes. Tous les sous-indices continuent de fluctuer aux alentours du seuil de 50, indiquant une hausse des prix, mais demeurent néanmoins en dessous de leur moyenne de long terme (cf. graphique 23). Selon l'enquête de la Commission européenne, les anticipations relatives aux prix de vente pour l'ensemble de l'industrie (hors construction) et les secteurs des services ont progressé en juin, restant toutefois inférieures, dans les deux cas, à leurs moyennes de long terme.

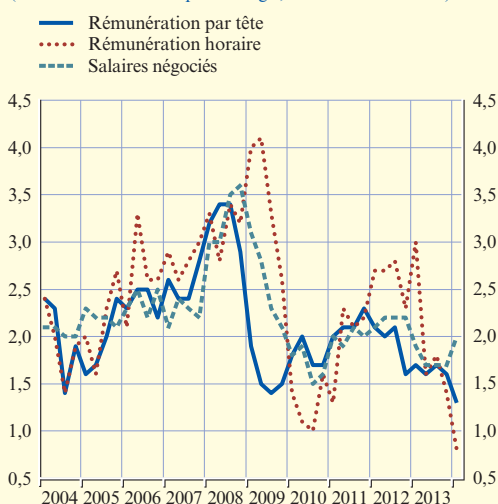
### 3.3 INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

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

La rémunération par tête a progressé à un rythme annuel de 1,3 % au premier trimestre 2014, contre 1,6 % au quatrième trimestre 2013. La hausse des salaires mesurée par la rémunération horaire s'est ralentie, ressortant à 0,8 % au premier trimestre 2014, contre 1,4 % le trimestre précédent. Le ralentissement de la croissance globale des salaires s'explique principalement par une diminution de la

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

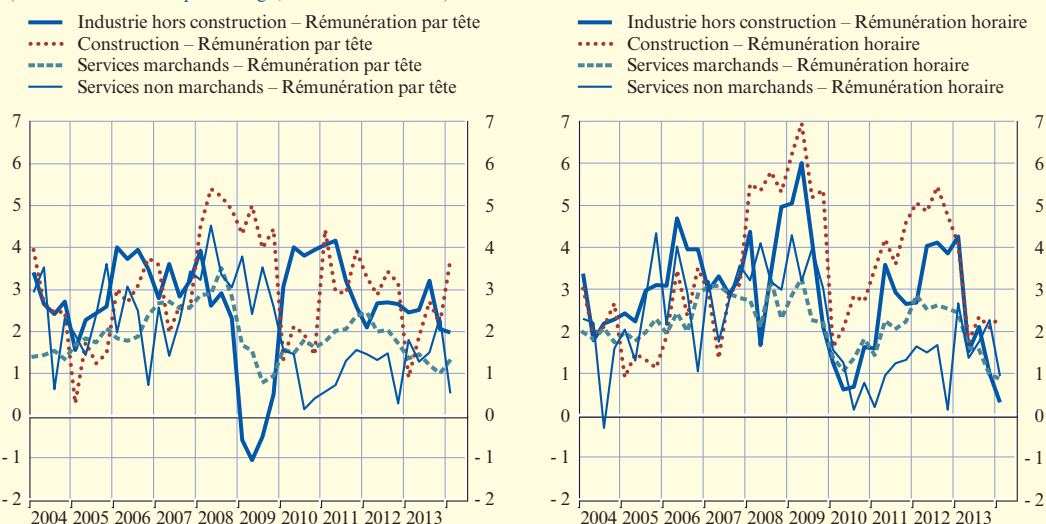
(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



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, données nationales et calculs de la BCE.

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

contribution des services non marchands (cf. graphique 25), pour lesquels le profil de croissance reflète des effets de base associés à une progression de la rémunération dans le secteur public dans un certain nombre de pays de la zone euro en 2013. Les salaires négociés ont progressé dans la zone euro à un rythme annuel de 2,0 % au premier trimestre, soit une évolution nettement supérieure à celle de la rémunération par tête et qui peut être imputée dans une large mesure à des facteurs exceptionnels en Allemagne.

Le taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre a fléchi à 0,5 % au premier trimestre 2014, sous l'effet d'un ralentissement de la croissance de la rémunération par tête et d'un taux de variation annuel de la productivité de la main-d'œuvre pratiquement inchangé.

### 3.4 PRÉVISIONS D'INFLATION

D'après les informations actuelles, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016. Les anticipations d'inflation à moyen et long terme pour la zone euro restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif principal de la BCE, qui est de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

L'encadré 5 montre que les anticipations d'inflation fondées sur les marchés et tirées d'enquêtes sont globalement conformes aux projections macroéconomiques actuelles relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème. Sur l'horizon à deux ans, les anticipations d'inflation se situent dans une fourchette comprise entre 1,0 % et 1,5 %, tandis que sur l'horizon à cinq ans elles se situent entre 1,5 % et 2,1 %, ce qui correspond à une accélération modérée et graduelle des taux d'inflation, à partir de leurs bas niveaux actuels.

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

## Encadré 5

## ÉVOLUTIONS RÉCENTES DES PRÉVISIONS D'INFLATION ET ANTICIPATIONS D'INFLATION À COURT ET À LONG TERME DANS LA ZONE EURO

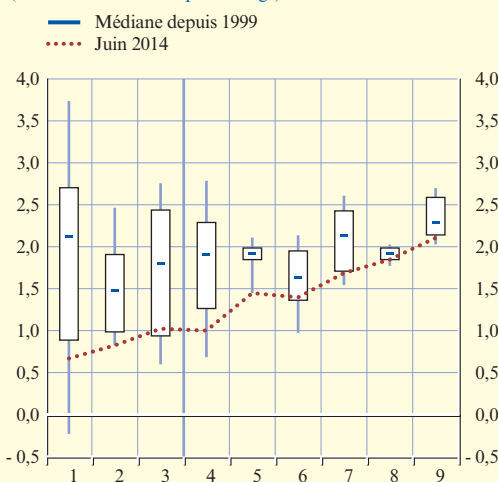
Depuis fin 2011, l'inflation globale mesurée par l'IPCH ainsi que diverses mesures de l'inflation sous-jacente ont fortement diminué à partir de niveaux élevés. Ce recul avait été en grande partie anticipé par les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, par l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) et par les mesures tirées des marchés à partir des *swaps* sur inflation, car il reflétait dans une large mesure une correction des hausses des prix de l'énergie. En revanche, les nouvelles baisses de l'inflation observées depuis le dernier trimestre 2013 étaient moins attendues et ont entraîné une réévaluation par les agents économiques de leurs anticipations d'inflation à court terme.

À l'heure actuelle, bien que l'intégralité du profil prospectif des anticipations d'inflation soit bas par rapport aux niveaux moyens observés depuis 1999, toutes les mesures des anticipations d'inflation indiquent une hausse dans les prochaines années, vers un niveau de nouveau proche de 2%. Le graphique A illustre à la fois les évolutions effectives récentes de l'inflation et les anticipations d'inflation à court et à long terme, en s'appuyant sur différentes sources (mesures tirées des marchés à partir des *swaps* indexés sur l'inflation, mesures issues de l'EPP et des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème). Chaque mesure est présentée par rapport à un diagramme d'évolutions historiques. Le graphique montre que l'inflation actuelle est relativement faible d'un point de vue historique, même si les taux d'inflation ont parfois été légèrement inférieurs par le passé. À court et à moyen terme (à l'horizon de deux ans), les anticipations d'inflation se situent au sein d'une fourchette comprise entre 1,0 % et 1,5 %. Cela indique que l'inflation est censée remonter de façon modérée et graduelle par rapport aux taux actuellement bas. À plus long terme (à l'horizon de cinq ans), les anticipations d'inflation provenant de mesures tirées des marchés et des enquêtes se situent au sein d'une fourchette comprise entre 1,5 % et 2,1 %.

Lorsqu'on compare les profils récents des anticipations d'inflation issues de différentes sources, le graphique B montre que les mesures

Graphique A Diagramme du profil des anticipations d'inflation tirées de différentes sources

(variations annuelles en pourcentage)



- 1 IPCH (moyenne sur six mois)
- 2 IPCHex (moyenne sur six mois)
- 3 Déflateur du PIB (moyenne sur deux trimestres)
- 4 Swap indexé sur l'inflation (à un an dans un an)
- 5 EPP (à l'horizon de deux ans)
- 6 IPCH (BMPE) (à l'horizon de deux ans)
- 7 Swap indexé sur l'inflation (à un an dans quatre ans)
- 8 EPP (à l'horizon de cinq ans)
- 9 Swap indexé sur l'inflation (à cinq ans dans cinq ans)

Sources : BCE, Eurostat, Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Les rectangles blancs correspondent aux 10<sup>e</sup> - 90<sup>e</sup> percentiles. L'IPCHex fait référence à l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie pour la moyenne sur six mois. Les anticipations d'inflation tirées de l'EPP se rapportent au deuxième trimestre 2014.

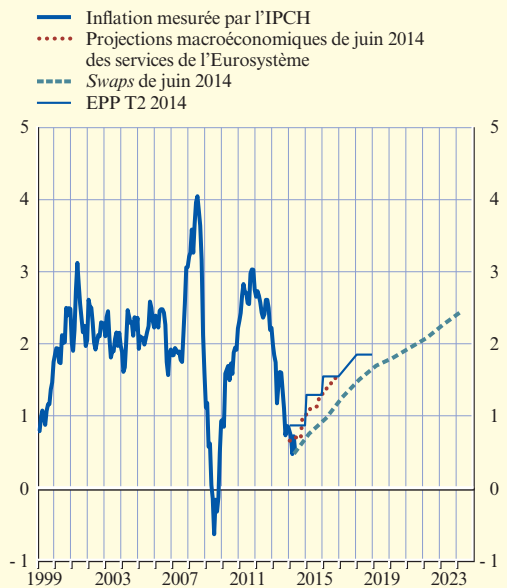
des anticipations d'inflation tirées des marchés sont légèrement inférieures à celles tirées d'enquêtes et des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème. Comme le montre l'encadré 4 de la section 2, cela reflète en partie les évolutions récentes des primes de risque d'inflation incorporées aux taux des *swaps* indexés sur l'inflation. Si la prime de risque d'inflation a été positive, en moyenne, elle est néanmoins devenue négative récemment. Lorsqu'on prend en compte cet effet, le message provenant des trois différentes sources d'anticipations d'inflation à court terme est globalement cohérent.

Afin de clarifier les risques pesant sur le scénario central, il convient de prendre en compte l'incertitude qui entoure les anticipations d'inflation à différents horizons, comme en témoignent les participants à l'EPP. Les graphiques C et D retracent les probabilités d'une inflation inférieure à 1 % ou à 0 %, respectivement, à différents horizons (un an, deux ans et cinq ans).

Actuellement, la probabilité que l'inflation soit inférieure à 1 % est relativement élevée à court terme et globalement analogue aux niveaux constatés en 2009, lorsque les prix des matières premières exerçaient également une pression à la baisse sur l'inflation. Dans le même temps, la probabilité perçue d'une inflation négative demeure très faible (moins de 5 %) et inférieure à celle déclarée en 2009. Les participants à l'EPP perçoivent donc un risque

**Graphique B Profil le plus récent des anticipations d'inflation**

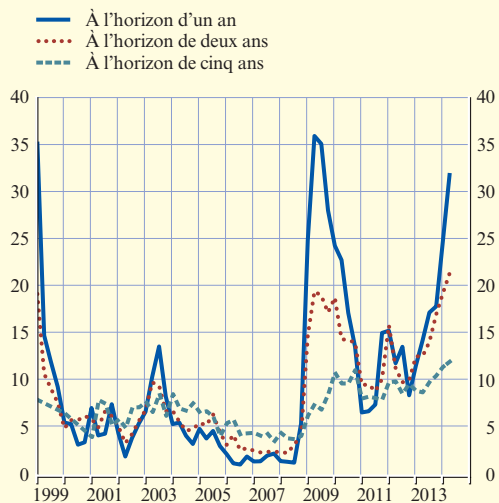
(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE, Eurostat, Reuters et calculs de la BCE.

**Graphique C Probabilités d'une inflation inférieure à 1 %**

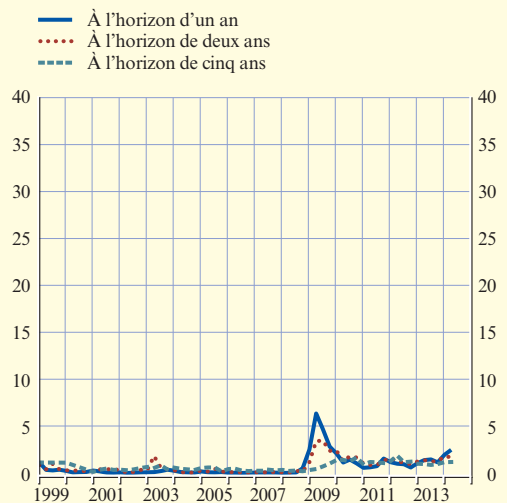
(en pourcentage)



Source : BCE.

**Graphique D Probabilités d'une inflation inférieure à 0 %**

(en pourcentage)

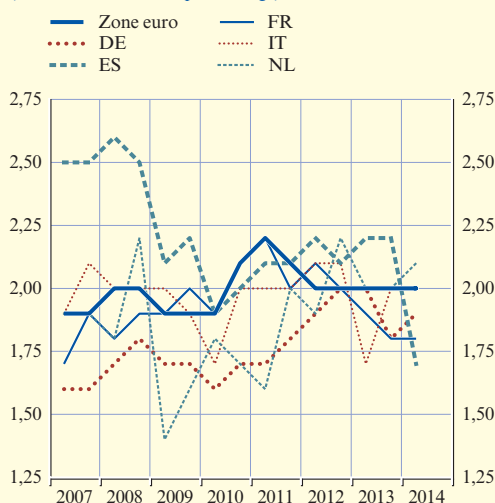


Source : BCE.



**Graphique E** Anticipations d'inflation à l'horizon de 6 à 10 ans dans les principales économies de la zone euro

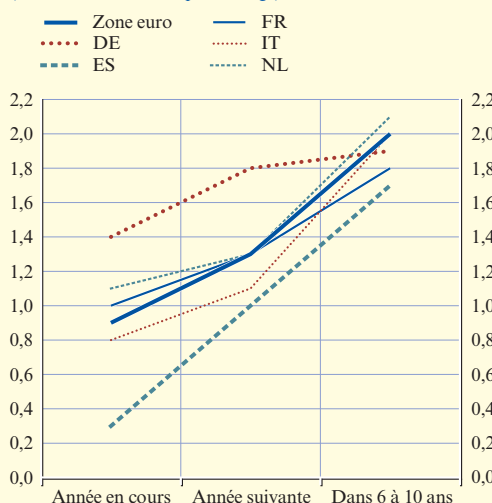
(variations annuelles en pourcentage)



Source : Consensus économique.

**Graphique F** Profil le plus récent (avril 2014) des anticipations d'inflation dans les principales économies de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Consensus économique.

que l'inflation soit inférieure à 1 % au cours des prochaines années mais un risque limité de véritable déflation.

Dans un contexte d'évolutions économiques divergentes et de rééquilibrage entre les pays de la zone euro, les anticipations globales d'inflation pour la zone euro peuvent masquer des profils différents à l'échelle nationale. Les anticipations d'inflation à long terme pour les cinq principales économies de la zone euro, établies à partir du Consensus économique, sont plus volatiles et affichent une certaine hétérogénéité, mais ont effectivement légèrement convergé depuis 2008 (cf. graphique E). Le profil d'une pente ascendante est commun à l'ensemble des pays, bien que le degré de la pente reflète les conditions d'inflation actuelles : la pente est la plus faible en Allemagne et la plus accentuée en Espagne (cf. graphique F). La convergence est en soi une évolution favorable, dans la mesure où elle indique probablement une normalisation par rapport à la période d'expansion observée dans certains pays de la zone euro avant la crise.

Dans l'ensemble, le bas niveau des mesures actuelles des anticipations d'inflation à court terme est globalement conforme aux projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, tout comme l'anticipation d'une hausse progressive à terme. Le niveau des anticipations d'inflation à moyen terme reste solidement ancré à l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

## 4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre de l'année. Les indicateurs économiques, y compris les résultats d'enquêtes disponibles jusqu'en juin, font état de la poursuite d'une reprise très progressive de l'activité au deuxième trimestre 2014. Par la suite, la demande intérieure devrait être soutenue par une série de facteurs, au nombre desquels la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire et l'amélioration en cours des conditions de financement. En outre, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles, ainsi que l'accroissement du revenu disponible réel, devraient apporter une contribution positive à la croissance économique. Par ailleurs, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise mondiale en cours. Cependant, même si les marchés du travail ont montré de nouveaux signes d'amélioration, le chômage demeure important dans la zone euro et, globalement, le niveau des capacités de production inutilisées reste élevé. De plus, le rythme annuel de variation des prêts des IFM au secteur privé est resté négatif en mai, tandis que le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé devrait continuer de peser sur le rythme de la reprise économique. Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro demeurent orientés à la baisse.

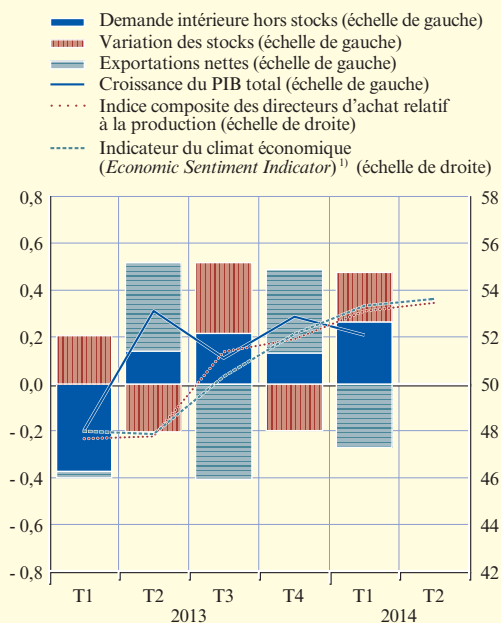
### 4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

Le PIB en volume a encore augmenté de 0,2% en rythme trimestriel au premier trimestre 2014, enregistrant ainsi une progression sur quatre trimestres consécutifs (cf. graphique 26). Dans le même temps, la croissance de la production au dernier trimestre 2013 a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage, à 0,3 %. Le résultat du premier trimestre reflète les contributions positives de la demande intérieure et de la variation des stocks, tandis que les échanges commerciaux ont apporté une contribution négative. Même si la demande intérieure a contribué de façon positive à la croissance, elle s'est encore avérée légèrement plus faible que prévu. Cependant, cette faiblesse peut s'expliquer par des facteurs de nature temporaire, tels que la clémence de l'hiver (qui a entraîné une consommation d'énergie plus faible) et la mise en œuvre de différentes mesures budgétaires (qui ont affecté le profil de croissance de la consommation privée). Au premier trimestre 2014, la production s'établissait encore 2,5 % au-dessous du pic atteint avant la récession, au premier trimestre 2008, mais 3,5 % au-dessus du creux observé après la récession, au deuxième trimestre 2009.

En ce qui concerne le deuxième trimestre de cette année, les données d'enquêtes semblent confirmer la poursuite d'une reprise très progressive. Même si l'indice composite des directeurs d'achat pour la production et l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI), publiés par la Commission européenne, ont tous les deux diminué en juin, ils ont néanmoins enregistré une hausse en rythme trimestriel entre le premier et

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

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



Sources : Eurostat, Markit, enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs et calculs de la BCE. 1) L'indicateur du climat économique a été normalisé avec la moyenne et l'écart-type de l'indice des directeurs d'achat sur la période retenue dans le graphique.

## Encadré 6

## PRÉVOIR LA VIGUEUR DES PHASES DE REPRISE ÉCONOMIQUE

Les prévisionnistes professionnels s'accordent à penser qu'il est particulièrement difficile d'anticiper les points de retournement du cycle économique et de prévoir l'ampleur des variations du PIB autour de ces points de retournement<sup>1</sup>. En particulier, il peut exister une tendance à sous-estimer de façon systématique la gravité des récessions et la vigueur des reprises économiques. Cet encadré vise à déterminer s'il existe effectivement une tendance à sous-estimer la vigueur des reprises économiques et à apporter un éclairage sur les éventuelles raisons d'une telle tendance.

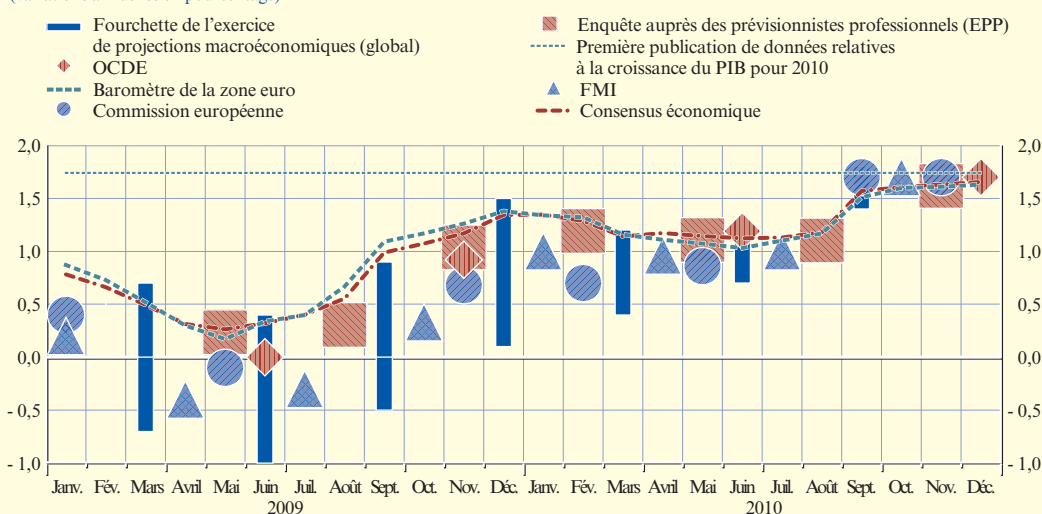
## Expérience des prévisionnistes professionnels

L'expérience récente montre qu'il existe peut-être en effet une tendance à sous-estimer la vigueur des phases de reprise économique. Par exemple, l'importance de la reprise observée dans la zone euro en 2010 a été sous-estimée. Les projections établies par les prévisionnistes professionnels concernant la croissance annuelle du PIB en volume dans la zone euro pour 2010 ont été trop basses de janvier 2009 à mi-2010 (cf. graphique A).

Les études empiriques des prévisionnistes professionnels concernant la vigueur des phases de reprise économique sont rares. À l'exception de quelques études de cas portant sur le redressement de l'activité après la crise financière de 2008-2009, des éléments antérieurs concernant les États-Unis indiquent que la vigueur des reprises a été sous-estimée<sup>2</sup>. Toutefois, une analyse empirique des données d'enquête agrégées des prévisionnistes professionnels du Consensus économique pour

## Graphique A Différentes projections de croissance annuelle du PIB dans la zone euro pour 2010

(variations annuelles en pourcentage)



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

Note : La croissance du PIB pour 2010 a été révisée à la hausse, à 2,0 %, contre 1,7 % lors de la première publication.

1 Dans ce contexte, des indicateurs avancés dits qualitatifs ont été conçus, qui visent à fournir des signes précoces des points de retournement dans le cycle économique. Pour des éléments concernant la zone euro, cf. *La mesure et les prévisions du cycle d'activité de la zone euro* du Bulletin mensuel de mai 2011, et G. de Bondt et E. Hahn, *Introducing the Euro Area-wide Leading Indicator (ALI): Real-time signals of turning points in the growth cycle from 2007 to 2011*, *Journal of Forecasting*, 33(1), 2014, p. 47-68.

2 Cf., par exemple, P. Braun et V. Zarnowitz, *Twenty two years of the NBER-ASA quarterly outlook surveys: Aspects and comparisons of forecasting performance*, Working Paper du NBER n° 3965, New York, 1992.

## Erreurs de prévision des prévisionnistes professionnels relatives à la croissance du PIB en volume <sup>1)</sup>

(en points de pourcentage)

	Phase du cycle économique <sup>2)</sup>				
	Ensemble	Expansion	Récession	Première année de reprise	Deuxième année de reprise
Erreur de prévision pour l'année en cours	0,1 [- 0,1 – 0,2]	- 0,2 [- 0,4 – - 0,1]	1,2 [0,8 – 1,6]	- 0,6 [- 1,0 – - 0,2]	0,1 [- 0,4 – 0,5]
Erreur de prévision pour l'année suivante	1,0 [0,6 – 1,5]	0,0 [- 0,2 – 0,3]	4,7 [3,5 – 5,8]	- 1,1 [- 1,7 – - 0,6]	0,2 [- 0,4 – 0,8]

Sources : Consensus économique et calculs BCE.

Note : Les chiffres entre crochets se rapportent à deux écarts-types autour de la moyenne de l'erreur de prévision moyenne (prévision de croissance du PIB moins croissance du PIB effective), l'erreur moyenne étant calculée dans un premier temps pour chaque pays et ensuite pour l'ensemble des 25 pays.

1) Résultats sur la base de 25 pays dans la période 1990-2013.

2) Les phases d'expansion se rapportent à toutes les années sauf les années de récession (identifiées comme les années affichant une croissance du PIB négative) et la première année des phases de reprise.

vingt-cinq économies entre 1990 et 2013 indique que ce constat s'applique également à d'autres économies. Elle montre qu'il existe effectivement une tendance à sous-estimer la croissance du PIB pour la première année d'une reprise économique, mais qu'il ne semble pas y avoir de biais pour la deuxième année (cf. tableau). Ce résultat vaut pour les prévisions relatives à l'année en cours et à l'année suivante, le biais étant légèrement plus prononcé pour les prévisions relatives à l'année suivante.

Ces résultats suggèrent qu'il existe un risque potentiel que les projections des prévisionnistes professionnels concernant la croissance du PIB en 2014 soient trop basses, étant donné que 2014 devrait être la première année affichant une croissance du PIB en volume positive après la récession de 2012-2013.

### Rôle du cycle des stocks

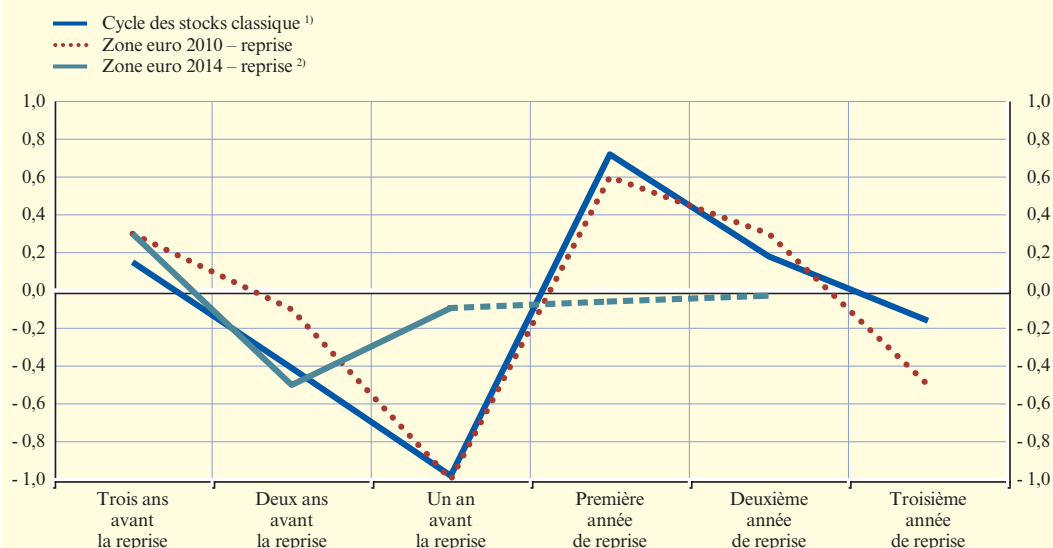
L'une des raisons de la tendance apparente à sous-estimer la vigueur des phases de reprise économique pourrait être liée au cycle des stocks. Il est courant pour les prévisionnistes professionnels de considérer que les variations des stocks exercent un effet neutre et, par conséquent, de leur attribuer une contribution généralement égale à (ou proche de) zéro. Les raisons à l'origine de cette pratique pourraient tenir au fait que la moyenne de long terme de la contribution des stocks à la croissance du PIB est habituellement proche de zéro, que les données de comptabilité nationale relatives aux stocks font parfois l'objet de révisions importantes et que, dans certains pays, les données fiables manquent pour estimer les variations des stocks.

Toutefois, la littérature décrit un cycle des stocks affichant un profil bien défini au cours du cycle économique. Ce profil, qui est confirmé par les données relatives aux États-Unis, implique une contribution négative significative des stocks durant une récession et une contribution positive pendant une reprise. Les variations des stocks sont considérées comme le principal facteur à l'origine des forts rebonds du PIB enregistrés durant les périodes de redressement économique <sup>3</sup>. En outre, l'examen des données relatives à seize économies avancées sur la période 1970-2013 met en évidence des variations importantes des stocks autour des points de retournement du cycle économique. Durant la première année d'une phase de reprise, la contribution des stocks à la croissance du PIB est de 0,7 point de pourcentage environ, tandis que la contribution négative à la croissance du PIB au cours de l'année précédant la reprise (qui est, par définition, une année de croissance du PIB négative) est d'à peu près 1 point de pourcentage (cf. graphique B). Si les contributions enregistrées durant la première année d'une phase de reprise et pendant l'année précédant cette phase sont très significatives, les contributions observées au cours des autres années ne sont pas sensiblement éloignées de zéro.

<sup>3</sup> Cf., par exemple, D. E. Sichel, *Inventories and the three phases of the business cycle*, *Journal of Business and Economic Statistics*, 12(3), 1994, p. 269-277 ; et F. Bec et M. Ben Salem, *Inventory investment and the business cycle: the usual suspect*, *Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics*, 17(3), 2013, p. 335-343.

## Graphique B Contribution des stocks à la croissance du PIB

(en points de pourcentage)



Sources : Commission européenne et calculs BCE.

1) Sur la base des données relatives à 16 économies avancées pour la période 1970-2013.

2) La ligne verte en pointillés se rapporte aux prévisions de la Commission européenne relatives à 2014 et 2015.

Ces résultats valent pour les reprises économiques consécutives aux crises financières et pour celles faisant suite aux récessions dites « normales ». Une analyse de régression révèle qu'il existe une relation étroite et significative entre les contributions négatives enregistrées avant une reprise économique et la contribution positive observée durant la première année de redressement. En d'autres termes, plus la contribution des stocks observée durant l'année précédant une phase de reprise est négative, plus celle enregistrée au cours de la première année de redressement de l'activité est positive.

La contribution des stocks à la croissance du PIB dans la zone euro au cours de la phase de reprise économique amorcée en 2010 (première année du redressement) et au cours des années l'ayant précédée a été globalement conforme au cycle des stocks généralement observé. Au cours du cycle actuel, cependant, la contribution des stocks à la croissance du PIB devrait être moins forte. Notamment, selon les prévisions établies par la Commission européenne, la contribution des variations des stocks pour 2014 (première année du redressement) et pour 2015 devrait être proche de zéro. Si les exemples passés dénotent un risque de sous-estimation de la vigueur des reprises économiques, découlant d'une inversion plus prononcée que prévu des variations des stocks, ce risque semble relativement limité pour le cycle actuel, la contribution négative des stocks à la croissance du PIB en 2013 (soit un an avant la reprise) n'ayant été que modérée par rapport aux cycles précédents (à -1,0 point de pourcentage).

## Effets de rebond sur le PIB

Les phases de reprise économique peuvent parfois se caractériser par des effets de « rebond » (non linéaires) sur le PIB, ce qui signifie que plus la croissance du PIB est faible durant la phase de récession, plus elle est forte pendant la reprise. Ces effets de rebond résultent de facteurs allant au-delà du cycle des stocks et peuvent être particulièrement prononcés lorsqu'une économie est frappée par des chocs temporaires qui ne sont pas censés peser de façon permanente sur le niveau

du PIB. Il est difficile de tirer des conclusions de la littérature disponible concernant l'existence ou non d'un effet de rebond sur le PIB durant les phases de reprise économique. Si certains éléments attestent de l'existence d'un tel effet, notamment pour les États-Unis (avant la crise financière de 2008-2009), les données relatives à plusieurs autres économies avancées sont nettement moins solides, voire indiquent qu'il n'existe pas d'effet de rebond dans certaines de ces économies<sup>4</sup>. De plus, le type de récession (c'est-à-dire normale ou résultant d'une crise financière) ayant eu lieu avant le rebond peut également s'avérer pertinent. En particulier, la littérature conclut que les crises financières sont généralement suivies de phases de reprise particulièrement faibles et qu'elles produisent des effets négatifs permanents sur le niveau du PIB<sup>5</sup>. Ce constat est globalement en ligne avec les projections d'un renforcement progressif de la reprise économique dans la zone euro, comme le prévoient actuellement les prévisionnistes professionnels.

### Conclusion

Globalement, certains éléments vont dans le sens d'une tendance des prévisionnistes professionnels à sous-estimer la vigueur des phases de reprise économique observées au cours de la première année suivant une récession. Toutefois, les risques à la hausse pesant actuellement sur la croissance du PIB de la zone euro semblent légèrement moins élevés qu'au cours des précédentes phases de redressement de l'activité. Premièrement, le risque à la hausse découlant du cycle des stocks semble limité en raison du caractère modéré de la contribution négative des stocks à la croissance du PIB au cours de la récente récession et, partant, une légère contribution positive pour 2014 est plus probable. Deuxièmement, le risque d'un effet de rebond sur le PIB durant la reprise en cours semble limité parce que la zone euro a été frappée par une crise financière et une crise de la dette souveraine, les effets de rebond étant moins probables après des crises financières d'une telle sévérité.

4 Cf., par exemple, M. D. Bradley et D. W. Jansen, *Nonlinear business cycle dynamics: Cross-country evidence on the persistence of aggregate shocks*, *Economic Inquiry*, 35, juillet 1997, p. 495-509 et C.-J. Kim, J. Morley et J. Piger, *Nonlinearity and the permanent effects of recessions*, *Journal of Applied Econometrics*, 20(2), 2005, p. 291-309.

5 Cf., par exemple, C. M. Reinhart et K. S. Rogoff, *This time it's different: Eight centuries of financial folly*, University Press, Princeton, 2009 et Fonds monétaire international, *From recession to recovery: How soon and how strong?*, *World Economic Outlook*, Washington D.C., 2009.

le deuxième trimestre de cette année. Au deuxième trimestre 2014, ces deux indicateurs ressortaient à des niveaux supérieurs à leurs moyennes de long terme. La croissance devrait rester modérée en 2014, avant de se redresser légèrement par la suite. L'encadré 6 montre qu'il existe une tendance à sous-estimer la vigueur des reprises.

La consommation privée de la zone euro s'est accrue de 0,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2014, après une croissance positive mais modérée lors des trois trimestres précédents. Cette évolution reflète très probablement la hausse de la consommation de biens de consommation, qui a été partiellement contrebalancée par un fléchissement des achats de services et de véhicules.

S'agissant du deuxième trimestre de cette année, les informations disponibles semblent indiquer, dans l'ensemble, une nouvelle hausse, modérée toutefois, de la consommation privée. En avril, le volume des ventes au détail a progressé de 0,4 %, en glissement mensuel, s'établissant ainsi 0,6 % au-dessus du niveau moyen enregistré au premier trimestre, où il avait augmenté de 0,7 % en rythme trimestriel. De plus, en avril et en mai, les nouvelles immatriculations de voitures particulières dans la zone euro sont ressorties en moyenne près de 2 % au-dessus de leur niveau moyen du premier trimestre, où elles avaient fléchi de 2,5 % en rythme trimestriel. Selon les données d'enquêtes sur le secteur du commerce de détail pour le deuxième trimestre 2014, les achats de biens de consommation ont continué d'afficher une croissance modérée (cf. graphique 27). Par exemple, l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur du commerce de détail s'est encore amélioré au deuxième trimestre. De plus,

l'indicateur de confiance des consommateurs, qui est orienté à la hausse depuis début 2013, s'est sensiblement amélioré entre le premier et le deuxième trimestre. La confiance est actuellement supérieure à sa moyenne de long terme, ce qui concorde avec les légères améliorations en cours des dépenses de consommation. L'indice des directeurs d'achat pour les ventes au détail est passé d'une moyenne de 49,4 au premier trimestre à 50,6, en moyenne, en avril et en mai, ce qui est cohérent avec la croissance modérée des ventes au deuxième trimestre 2014. Enfin, l'indicateur relatif aux intentions d'achats importants est resté à un faible niveau, ce qui suggère que les consommateurs continuent d'être prudents dans leurs décisions d'acheter des biens durables.

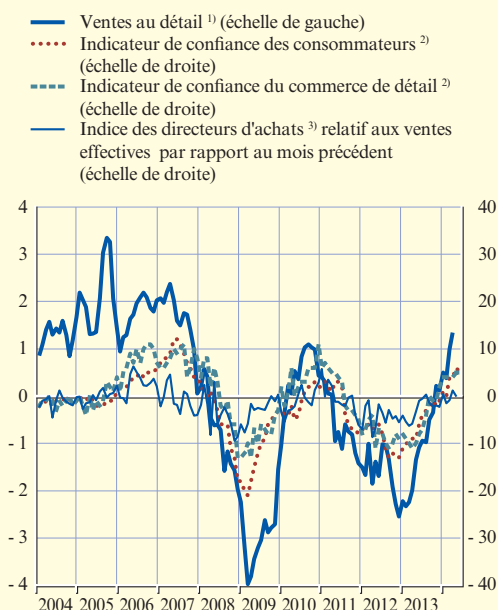
La FBCF a continué de se redresser au premier trimestre 2014, progressant de 0,2 % en rythme trimestriel, en hausse pour le quatrième trimestre consécutif. S'agissant de la ventilation au premier trimestre, la hausse de l'investissement dans la construction a été partiellement contrebalancée par la baisse de l'investissement hors construction, chacun représentant la moitié environ de l'investissement total. Par la suite, l'investissement des entreprises devrait augmenter modérément, en lien avec le redressement progressif de la demande, l'amélioration de la confiance et des conditions de financement et la diminution de l'incertitude.

Les données relatives à la FBCF publiées récemment sont conformes, dans l'ensemble, à la poursuite d'une croissance modérée au deuxième trimestre de cette année. La production industrielle de biens d'équipement, qui est un indicateur de l'investissement futur hors construction, a diminué en avril 2014, de 0,1 % en glissement mensuel. Ce même mois, la production de biens d'équipement a été inférieure de 0,5 % à son niveau moyen du premier trimestre 2014, où elle avait progressé de 0,6 % en rythme trimestriel. Même si ce résultat semble indiquer un faible démarrage du deuxième trimestre, la volatilité mensuelle élevée des données relatives à la production incite à la prudence. Les résultats d'enquêtes dressent un tableau légèrement plus favorable. Par exemple, même si l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier, qui était orienté à la hausse depuis mi-2012, a diminué au deuxième trimestre de cette année, il demeure encore nettement supérieur au seuil théorique de non-croissance de 50. De même, l'indicateur de confiance des industriels établi par la Commission européenne, qui est passé au-dessus de sa moyenne de long terme au troisième trimestre 2013, est resté globalement stable entre le premier et le deuxième trimestre.

En avril 2014, la production dans la construction a progressé de 0,8 % en glissement mensuel, après un fléchissement légèrement plus faible le mois précédent. Par conséquent, la production dans la construction s'est accrue en avril, ressortant 0,7 % au-dessus du niveau moyen du premier trimestre, période où elle avait progressé de 2,3 % en rythme trimestriel. Cependant, la croissance du premier trimestre reflète, au moins partiellement, les effets positifs liés aux conditions météorologiques exceptionnellement

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

(données mensuelles)



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

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

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

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

clémentes observées dans certains pays de la zone euro au début de cette année. Les données ressortant d'estimations font état d'évolutions atones au deuxième trimestre. C'est ainsi que l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction se situait encore bien en dessous de sa moyenne historique au deuxième trimestre et que l'indice des directeurs d'achat pour l'activité dans la construction dans la zone euro ressortait à un niveau largement inférieur au seuil de 50 en avril et en mai.

La contribution des exportations nettes de la zone euro à la croissance du PIB est revenue en territoire négatif au premier trimestre 2014, malgré des flux commerciaux positifs. Alors que la croissance trimestrielle des exportations fléchissait (à 0,2 %), celle des importations s'accélérait légèrement (atteignant 0,8 %) au premier trimestre. S'agissant du deuxième trimestre, les indicateurs disponibles font état d'une légère baisse de la croissance des exportations et d'une détérioration plus marquée de la croissance des importations, qui seraient cohérentes avec une contribution légèrement positive des exportations nettes pour ce trimestre. En avril, la valeur des exportations était supérieure de 0,4 % à la moyenne du premier trimestre, tandis que les importations se situaient 0,3 % en dessous de leur niveau moyen. Selon les indicateurs à court terme, les prix des échanges se situaient en avril en dessous de leurs moyennes du premier trimestre, ce qui laisse penser que les flux commerciaux étaient légèrement plus soutenus en volume. Des données d'enquêtes disponibles plus rapidement, qui englobent l'ensemble du deuxième trimestre, font état d'une croissance des exportations légèrement plus faible par rapport au premier trimestre. Même si l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a constamment été supérieur au seuil d'expansion de 50 au deuxième trimestre, il a néanmoins fléchi par rapport au premier trimestre. L'indicateur de la Commission européenne relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dresse un tableau globalement analogue.

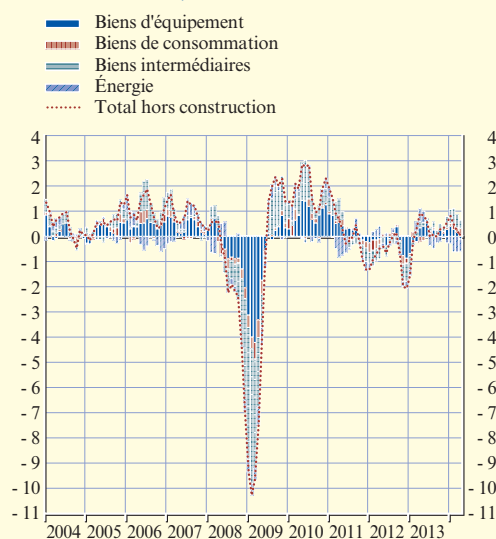
#### 4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

Au cours du premier trimestre 2014, la valeur ajoutée réelle a de nouveau augmenté de 0,1 % en glissement trimestriel, hausse qui a globalement concerné l'ensemble des principaux secteurs économiques. Seule l'industrie hors construction fait exception avec une valeur ajoutée réelle en légère baisse. La valeur ajoutée totale traduit une croissance cumulée de 1 % depuis le premier trimestre de l'année dernière pour se fixer actuellement 4 % au-dessus de son point le plus bas atteint après la crise pendant le deuxième trimestre 2009. Pour l'avenir, les données issues des enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance de la valeur ajoutée au deuxième trimestre de cette année. S'agissant des évolutions sectorielles, les derniers indices des directeurs d'achat pour la production indiquent la plus forte progression pour le secteur manufacturier, suivi par celui des services, mais que le secteur de la construction, en revanche, devrait faire état d'évolutions plus moroses.

En ce qui concerne les évolutions au deuxième trimestre 2014, la production dans le

**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.



secteur industriel (hors construction) a augmenté de 0,8 % en rythme mensuel en avril, s'établissant en conséquence 0,6 % au-dessus de la moyenne du premier trimestre. Le deuxième trimestre a donc commencé sur des bases relativement solides par rapport au premier trimestre où l'on a enregistré une hausse trimestrielle de 0,2 % (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 affiché une progression de 0,5 % en rythme mensuel en avril, après une faible baisse le mois précédent. Le niveau de ces nouvelles commandes a donc été supérieur de 0,3 % à son niveau du premier trimestre, au cours duquel il avait augmenté de 0,9 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes disponibles jusqu'en juin vont dans le sens d'une nouvelle croissance de la production industrielle au deuxième trimestre (cf. graphique 29). Même si l'indice des directeurs d'achat pour la production manufacturière a fléchi entre le premier et le deuxième trimestre de cette année, il laisse toujours présager une solide croissance au deuxième trimestre.

La production dans le secteur de la construction s'est également inscrite en hausse de 0,8 % en glissement mensuel en avril, synonyme d'un relatif bon démarrage de deuxième trimestre cette année. Cependant, des résultats d'enquêtes plus récents mettent en évidence l'actuelle atonie du secteur de la construction.

Bien que l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité du secteur des services ait enregistré un faible recul en juin, il a continué d'augmenter entre le premier et le deuxième trimestre 2014. L'indice qui s'est établi à 53,1 en moyenne au deuxième trimestre, est donc conforme à une nouvelle hausse modérée de la production 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.

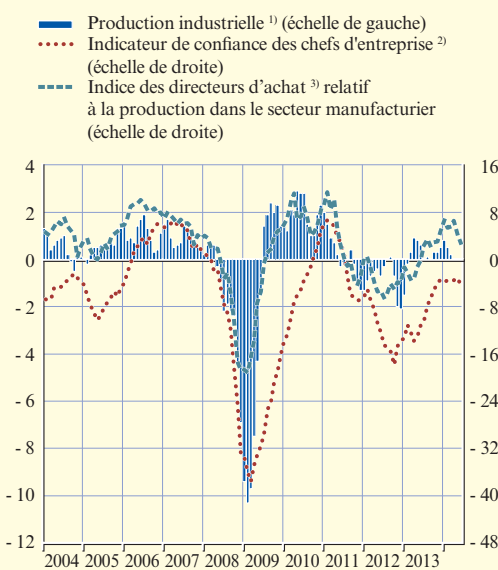
#### 4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

Le marché du travail de la zone euro qui a commencé à se stabiliser au cours du printemps 2013 a révélé de nouveaux signes d'une amélioration progressive. Au cours des derniers mois, l'emploi s'est inscrit en hausse alors que le chômage s'est inscrit en baisse. Les données émanant des enquêtes ont également fait état de nouvelles améliorations, mais laissent néanmoins entrevoir un renforcement seulement progressif du marché du travail de la zone euro pour la période à venir. Ces évolutions s'avèrent conformes au retard traditionnellement affiché par les marchés du travail par rapport à l'amélioration de l'activité économique.

L'emploi, qui a fléchi de 1,7 % en termes cumulés entre le deuxième trimestre 2011 et le troisième trimestre 2013, a légèrement progressé, de 0,1 % en rythme trimestriel, au cours du dernier trimestre 2013 et au premier trimestre de cette année (cf. tableau 9). Ces dernières évolutions indiquent ainsi la fin de la précédente période prolongée de destructions d'emplois. Au niveau sectoriel,

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

**Tableau 9 Croissance de l'emploi**

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

	Personnes employées					Heures travaillées				
	Taux annuels		Taux trimestriels			Taux annuels		Taux trimestriels		
	2012	2013	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2012	2013	2013 T3	2013 T4	2014 T1
<b>Ensemble de l'économie</b>	- 0,6	- 0,8	0,0	0,1	0,1	- 1,4	- 1,1	- 0,1	0,1	- 0,1
<i>dont :</i>										
Agriculture et pêche	- 1,9	- 1,4	- 0,4	- 0,5	0,0	- 2,9	- 1,0	- 0,1	- 0,1	0,7
Industrie	- 2,1	- 2,3	- 0,4	0,0	- 0,2	- 3,3	- 2,4	- 0,2	- 0,3	- 0,2
Hors construction	- 0,9	- 1,4	- 0,4	0,2	0,1	- 2,0	- 1,2	- 0,1	- 0,1	0,1
Construction	- 4,7	- 4,6	- 0,4	- 0,5	- 1,0	- 6,1	- 5,0	- 0,6	- 0,9	- 0,7
Services	- 0,1	- 0,3	0,1	0,2	0,2	- 0,7	- 0,7	0,0	0,2	- 0,2
Commerce et transport	- 0,8	- 0,8	- 0,1	0,2	- 0,1	- 1,6	- 1,2	- 0,1	0,1	- 0,2
Information et communication	1,2	0,0	- 0,3	0,6	0,1	0,6	- 0,1	- 0,5	0,7	- 0,2
Activités financières et d'assurance	- 0,4	- 0,7	0,1	- 0,1	0,0	- 0,9	- 0,8	0,1	- 0,1	- 0,4
Activités immobilières	- 0,4	- 1,9	0,3	- 1,2	1,5	- 1,1	- 2,4	- 1,0	- 1,5	1,3
Activités spécialisées	0,7	0,4	0,5	0,1	0,4	0,5	- 0,1	0,1	- 0,3	0,4
Administration publique	- 0,3	- 0,2	0,2	0,3	0,2	- 0,5	- 0,5	0,1	0,6	- 1,0
Autres services <sup>1)</sup>	0,6	0,0	0,3	0,1	0,4	- 0,1	- 0,5	0,3	0,1	1,5

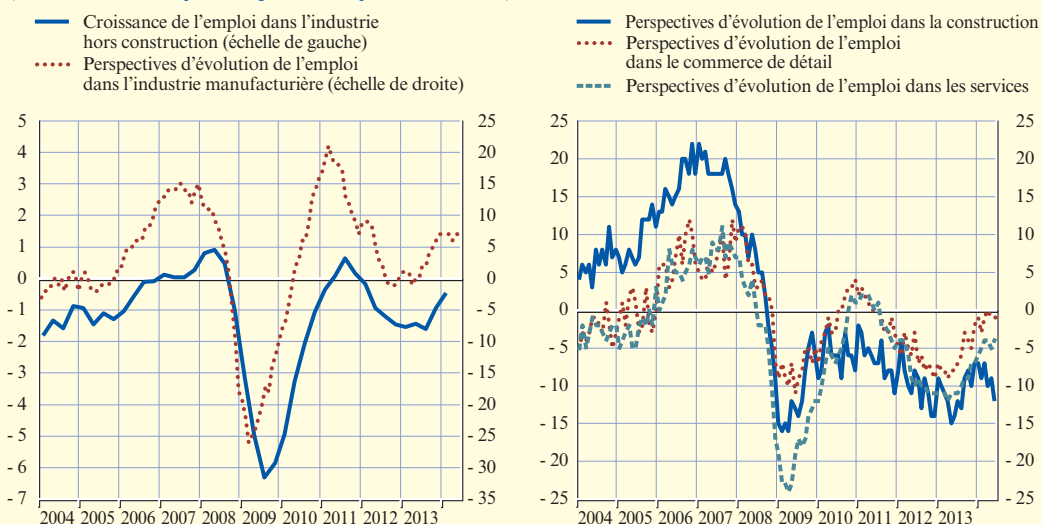
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

le dernier chiffre relatif aux effectifs employés reflète une croissance de l'emploi dans le secteur des services ainsi que dans l'industrie hors construction, qui a été en partie compensée par la poursuite des destructions d'emplois dans le secteur de la construction. Le nombre d'heures travaillées est demeuré globalement stable au cours du quatrième trimestre de l'année dernière et du premier trimestre 2014. En termes annuels, toutefois, ce nombre a augmenté de 0,5 % au cours du premier trimestre, alors que le chiffre relatif aux effectifs employés a seulement affiché une hausse de 0,1 % par rapport au niveau d'il y a un an. Cela correspond à l'idée selon laquelle les entreprises tendent à allonger le temps de travail plutôt que de créer de nouveaux postes. L'amélioration qui se dégage des résultats d'enquêtes confirme le renforcement modeste des marchés du travail au cours du deuxième trimestre 2014 (cf. graphique 30).

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

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

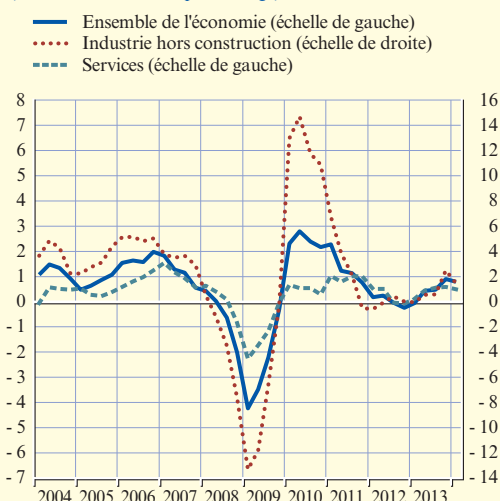


Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Note : Les soldes d'opinion sont centrés.

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

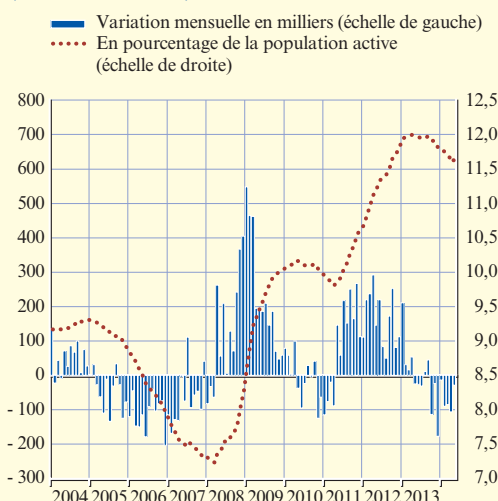
(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

**Graphique 32 Chômage**

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat.

La productivité par personne employée a affiché une nouvelle progression de 0,8 % en glissement annuel au cours du premier trimestre 2014, ayant enregistré des taux de croissance positifs sur quatre trimestres consécutifs (cf. graphique 31). La dernière augmentation a concerné l'ensemble des secteurs, ceux de la construction et de l'agriculture ayant connu les plus fortes progressions en termes de productivité. Dans le même temps, le taux de variation annuel de la productivité horaire du travail a reculé, de 0,3 point de pourcentage, pour s'inscrire à 0,4 %, entre le quatrième trimestre de l'année dernière et le premier trimestre de cette année. L'indice des directeurs d'achat relatif à la productivité tend à indiquer la poursuite d'une croissance positive pour le deuxième trimestre de cette année.

Après une baisse du taux de chômage pendant le dernier trimestre 2013 ainsi qu'au premier trimestre de cette année, celui-ci a de nouveau fléchi en avril, à 11,6 %, avant de rester stable en mai (cf. graphique 32). Toutefois, le nombre de personnes sans emploi dans la zone euro a de nouveau diminué entre les mois d'avril et mai. Depuis le plus récent pic d'avril 2013, la baisse du taux de chômage a été relativement généralisée, quel que soit le groupe d'âge ou le sexe. Même si cette baisse a été plus prononcée dans le groupe des pays en proie à des tensions, les différences observées d'un pays à l'autre au sein de la zone euro restent toujours importantes. En mai, le taux de chômage global des différents pays s'est établi entre un niveau inférieur à 5 % et un niveau supérieur à 25 %, ce qui illustre parfaitement cette situation.

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

Les indicateurs économiques, notamment les résultats d'enquêtes disponibles jusqu'en juin, indiquent une poursuite de la reprise très progressive de l'activité au deuxième trimestre 2014. Par la suite, la demande intérieure devrait être soutenue par une série de facteurs, au nombre desquels la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire et l'amélioration en cours des conditions de financement. En outre, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles (cf. encadré 7), ainsi que l'accroissement du revenu disponible réel, devraient apporter une contribution positive à la

croissance économique. Par ailleurs, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique en cours au niveau mondial. Cela étant, même si les marchés du travail ont montré de nouveaux signes d'amélioration, le chômage demeure important dans la zone euro et, globalement, le niveau des capacités de production inutilisées reste élevé. De plus, le rythme annuel de variation des prêts des IFM au secteur privé est resté négatif en mai, tandis que le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé devrait continuer de peser sur le rythme de la reprise économique.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro demeurent orientés à la baisse. En particulier, des risques géopolitiques ainsi que les évolutions dans les économies de marché émergentes et sur les marchés financiers internationaux pourraient influencer négativement sur la situation économique, notamment au travers d'effets sur les prix de l'énergie et sur la demande mondiale de produits de la zone euro. Un autre risque à la baisse a trait à l'insuffisance des réformes structurelles dans les pays de la zone euro, ainsi qu'à une demande intérieure plus faible que prévu.

#### Encadré 7

### LES EFFETS MACROÉCONOMIQUES DES RÉFORMES STRUCTURELLES

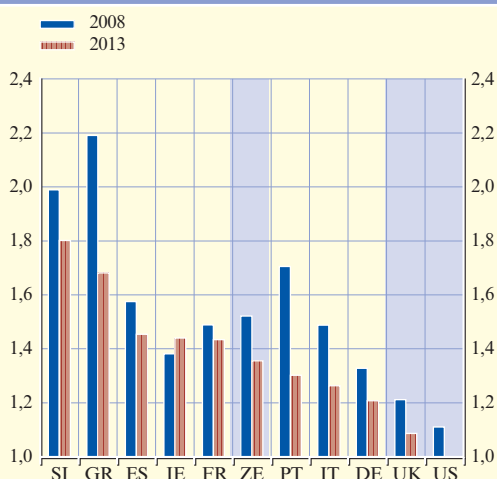
Globalement, la crise financière, la crise de la dette souveraine qui a suivi, et les récessions qui en ont découlé ont agi comme un catalyseur des réformes structurelles dans plusieurs pays de la zone euro. Depuis le début de la crise, plusieurs pays de la zone euro ont intensifié leurs efforts en matière de réformes structurelles afin d'améliorer le fonctionnement des marchés des biens et services et du travail et de renforcer les conditions économiques générales, notamment dans le cadre des programmes d'ajustement macroéconomique. En dépit de ces efforts, les progrès enregistrés n'ont été que partiels et irréguliers (à titre d'illustration, cf. graphiques A, B et C pour des indicateurs synthétiques portant sur les réglementations relatives aux marchés des biens et services et à la protection de l'emploi et le climat des affaires dans une sélection de pays de la zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis).

Les travaux d'analyse montrent que ces réformes ont des retombées favorables à moyen et long terme, notamment une hausse du PIB potentiel. Dans le même temps, certaines études estiment qu'elles peuvent avoir des effets négatifs sur certaines variables à court terme (par exemple sur la consommation), tandis que d'autres travaux montrent que les réformes commencent à exercer une incidence positive sur les principales variables macroéconomiques même à court terme. Cet encadré présente une synthèse des principales conclusions de la littérature empirique concernant les effets macroéconomiques des réformes structurelles.

#### Effets à long terme des réformes structurelles

On peut s'attendre à ce que les réformes structurelles entraînent des gains importants en termes d'emploi et de production par le biais de différents canaux. Par exemple, les réformes des régimes de retraite (anticipée) ou d'invalidité et l'accent accru mis sur le retour à l'emploi des chômeurs par le biais de programmes volontaristes sur le marché du travail (par exemple grâce à des actions de formation ou à des services de placement des chômeurs plus efficaces) permettront d'accroître le taux d'activité et l'emploi, augmentant ainsi la croissance potentielle. En outre, des mécanismes de fixation des salaires plus flexibles amélioreront la réactivité des salaires au cycle conjoncturel et aux évolutions de la productivité, permettant ainsi une meilleure adaptation des salaires aux circonstances et aux besoins spécifiques des différentes entreprises. De plus, un degré plus faible de protection de l'emploi et davantage de concurrence sur les marchés des biens et services peuvent conduire à une meilleure

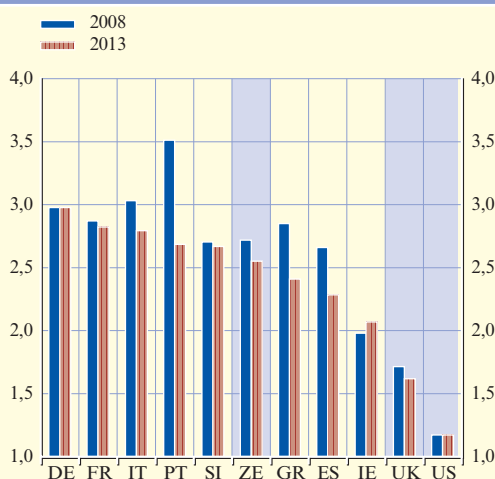
**Graphique A** Réglementation des marchés des biens et services



Source : OCDE.

Notes : Concerne un indicateur synthétique relatif à la rigueur de la réglementation des marchés de biens et services (par exemple, contrôle de l'État, obstacles à l'esprit d'entreprise, aux échanges commerciaux et à l'investissement). Une valeur plus élevée signifie une réglementation plus stricte.

**Graphique B** Législation relative à la protection de l'emploi



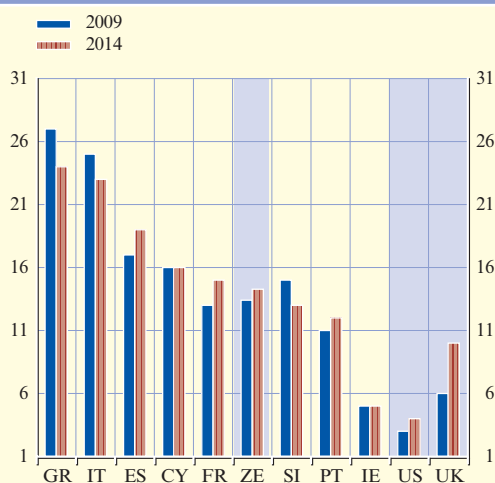
Source : OCDE.

Notes : Concerne un indicateur synthétique relatif à la rigueur de la législation relative aux marchés du travail (par exemple, période de préavis, indemnités de licenciement, recours aux contrats temporaires). Une valeur plus élevée signifie une réglementation plus stricte.

adéquation entre l'offre et la demande de travail, améliorer l'allocation des ressources et faciliter la restructuration des économies, soutenant ainsi la productivité et la croissance et contribuant à réduire le chômage structurel.

Les simulations reposant sur des modèles et les études empiriques font largement état d'une incidence positive des réformes structurelles sur la production, la consommation, l'investissement et l'emploi <sup>1</sup>. Dans les simulations du modèle DSGE, les réformes sont généralement modélisées comme des réductions des majorations de salaires et des marges sur les prix ou comme une augmentation de l'offre de main-d'œuvre. Les simulations qui introduisent des réformes avec comme objectif de ramener le niveau des marges aux moyennes de l'UE ou de l'OCDE accroissent généralement le PIB et l'emploi de quelques points de pourcentage dans les pays les moins flexibles. L'introduction de programmes de réformes plus radicaux,

**Graphique C** Facilité de faire des affaires, classement



Sources : Banque mondiale, International Finance Corporation.  
Note : L'axe des ordonnées présente le classement des pays respectifs (sur 181 et 189 pays, respectivement) en termes de facilité globale à faire des affaires telle que mesurée par une large gamme d'indicateurs.

<sup>1</sup> Cf., par exemple, S. Gomes, P. Jacquinot, M. Mohr et M. Pisani, *Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries. A model-based assessment*, Working Paper Series, n° 1323, BCE, 2011 ; B. Annicchiarico, F. Di Dio et F. Felici, *Structural reforms and the potential effects on the Italian economy*, *Journal of Policy Modeling*, vol. 35(1), 2013, p. 88-109 ; L. Lusinyan et D. Muir, *Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms: The Case of Italy*, Working Papers du FMI, n° 13/22, 2013 ; J. Varga, W. Roeger et J. In 't Veld, *Growth Effects of Structural Reforms in Southern Europe: The case of Greece, Italy, Spain and Portugal*, *European Economy - Economic Papers*, n° 511, Commission européenne, 2013 ; D. Anderson, B. Barkbu, L. Lusinyan et D. Muir, *Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth*, Chapitre 7 dans *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, FMI, 2014.

par exemple en retenant comme objectif les pays qui obtiennent les meilleurs résultats dans l'UE ou les États-Unis, pourrait à long terme favoriser une croissance du PIB à deux chiffres<sup>2</sup>. Les travaux empiriques portant sur un ensemble de pays tendent à conforter cette hypothèse<sup>3</sup>.

### Effets temporaires

Plusieurs années pourraient s'avérer nécessaires pour que l'incidence des réformes mentionnées ci-avant se fasse pleinement sentir. Dans certains cas, le processus d'ajustement qui suit une réforme est également susceptible d'entraîner des coûts à court terme car la réallocation des ressources qu'il implique des entreprises à faible productivité vers celles à forte productivité (résultant, par exemple, d'une réforme du marché des biens et services) peut se traduire par un recul temporaire de l'activité et la consommation privée pourrait être temporairement étouffée<sup>4</sup>. La plupart des simulations tirées des modèles DSGE font état de coûts à court terme inexistantes ou négligeables<sup>5</sup>, mais d'autres analyses concluent à l'apparition de faibles coûts<sup>6</sup>. Bien entendu, les résultats dépendent, dans une large mesure, des élasticités calibrées et des autres hypothèses retenues par le modèle. Par exemple, dans les modèles qui intègrent une borne zéro des taux d'intérêt pour la politique monétaire, les réformes entraînant une baisse des prix conduisant à son tour à une augmentation des taux d'intérêt réels pourraient freiner la croissance<sup>7</sup>. En revanche, cette évolution pourrait être compensée, et au-delà, par les anticipations d'une amélioration des revenus des consommateurs et de la croissance des entreprises à la suite des réformes, ce qui impliquerait par conséquent une incidence positive sur la croissance, même à court terme<sup>8</sup>. Dans les estimations empiriques multi-pays, les réformes structurelles n'ont généralement pas ou peu d'effets temporaires<sup>9</sup>. Bien entendu, l'apparition de coûts temporaires peut également dépendre fortement du type de réforme et de l'état de l'économie. Par exemple, alors qu'en temps normal, introduire davantage d'incitations au retour à l'emploi dans les régimes d'assurance chômage aura des effets positifs sur l'emploi déjà à court terme, cela peut ne pas être le cas lorsque le degré de sous-emploi des ressources sur le marché du travail est élevé.

### Effets d'entraînement

La littérature indique également que l'incidence des réformes dépend de l'environnement institutionnel au sens large. Par exemple, les réformes des marchés du travail peuvent être plus efficaces si les marchés des biens et services sont flexibles. En conséquence, il peut également y avoir des effets d'entraînement importants entre les réformes. En effet, des études montrent que les gains résultant d'un programme de réformes de grande ampleur, portant à la fois sur le marché du travail et sur les marchés des biens et services, peuvent être proportionnellement plus importants que ceux découlant de réformes isolées<sup>10</sup>. De plus, les bénéfices des réformes peuvent également se répercuter d'un pays à l'autre par le biais de liens commerciaux positifs<sup>11</sup>.

2 Cf., par exemple, Gomes *et al.*, *op. cit.* ; Varga *et al.*, *op. cit.* ; Annicchiarico *et al.*, *op. cit.* ; Anderson *et al.*, *op. cit.*

3 Cf., par exemple, R. Bouis et R. Duval, *Raising potential growth after the crisis. A quantitative assessment of the potential gains from various structural reforms in the OECD area and beyond*, Economics Department Working Papers, n° 835, OCDE, 2011.

4 Le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance permet également de prendre en compte le coût budgétaire à court terme des principales réformes structurelles lors de la définition de la trajectoire d'ajustement vers l'objectif budgétaire à moyen terme défini en termes d'équilibre budgétaire structurel, à condition qu'une marge de sécurité appropriée par rapport à la valeur de référence de 3% du PIB retenue pour le déficit nominal soit préservée et qu'il soit prévu que la situation budgétaire revienne à l'objectif budgétaire à moyen terme au cours de la période fixée dans le Programme de stabilité ou de convergence (cf. l'article 5(1) du Règlement du Conseil (CE) n° 1466/97).

5 Cf., par exemple, R. Bouis et R. Duval, *Raising potential growth after the crisis. A quantitative assessment of the potential gains from various structural reforms in the OECD area and beyond*, Economics Department Working Papers, n° 835, OCDE, 2011 ; Annicchiarico *et al.*, *op. cit.* ; Varga *et al.*, *op. cit.*

6 Cf., par exemple, G. Eggertsson, A. Ferrero et A. Raffo, *Can structural reforms help Europe?*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 61, 2014, p. 2-22.

7 Cf., par exemple, Eggertsson *et al.*, *op. cit.* Ce modèle ne tient pas compte de l'incidence des mesures de politique monétaire non conventionnelles.

8 Cf., par exemple, J. Fernández-Villaverde, P.A. Guerrón-Quintana et J. Rubio-Ramírez, *Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound*, *NBER Working Papers*, n° 17543, 2011.

9 Cf., par exemple, R. Bouis, O. Causa, L. Demmou, R. Duval et A. Zdzienicka, *The Short-Term Effects of Structural Reforms. An empirical analysis*, Economics Department Working Papers, n° 949, OCDE, 2012.

10 Cf., par exemple, Cacciatore *et al.* (2012) ; Lusinyan et Muir (2013) ; Anderson *et al.* (2014).

11 Cf., par exemple, Gomes *et al.* (2011) ; Anderson *et al.* (2014).

Tableau A Effets de croissance des trains de réformes simultanés appliqués dans la zone euro

	Année 1	Année 2	Année 5	Long terme
Marché des biens et services	0,2	0,5	1,7	7,2
Marché du travail	0,5	0,9	1,4	3,0
Marché des biens et services et marché du travail	0,7	1,5	3,3	11,0

Source : Anderson *et al.* (2014).

À titre d'exemple illustrant les résultats fournis par la littérature, le tableau A présente les résultats des simulations réalisées par le FMI s'agissant des incidences des réformes envisageables dans les pays de la zone euro, aussi bien à court terme qu'à long terme. Pour chacun des pays de la zone euro, les simulations modélisent l'incidence du comblement de 50 % environ de l'écart avec les cas frontières de l'OCDE dans les politiques des marchés du travail et des biens et services<sup>12</sup>. Le tableau montre que ces réformes pourraient stimuler la croissance de plus de dix points de pourcentage à long terme<sup>13</sup>. Les réformes peuvent également avoir des effets positifs sur le PIB même la première année. En outre, le tableau présente les gains résultant d'une mise en œuvre simultanée des réformes sur les marchés des biens et services et le marché du travail.

Tableau B Mise en œuvre des recommandations par pays en 2013

	Intégrale	En grande partie	Quelques progrès	Progrès limités	Aucun progrès	Nombre total de recommandations
Belgique			3	4		7
Allemagne			2	2		4
Estonie		1	3	1		5
Espagne	1		8			9
France			4	2		6
Italie			1	5		6
Lettonie		1	5		1	7
Luxembourg			1	5		6
Malte			3	2		5
Pays-Bas		1	2	1		4
Autriche			6	1		7
Slovénie		1	2	6		9
Slovaquie			2	4		6
Finlande		2	3			5

Source : Évaluation réalisée par les services de la Commission européenne.

## Conclusion

La littérature relative aux réformes structurelles montre que des avantages importants peuvent être retirés de l'introduction de réformes structurelles, en particulier dans les économies plus rigides. En dépit des progrès importants accomplis ces dernières années, la marge pour des réformes et les besoins de réformes demeurent importants pour améliorer le fonctionnement des économies des pays de la zone euro et, ainsi, soutenir la croissance de la production et la création d'emplois. Par exemple, en termes quantitatifs, selon l'évaluation réalisée par les services de la Commission européenne, les pays de la zone euro ont mis en œuvre intégralement

<sup>12</sup> Les simulations sont réalisées en utilisant le modèle monétaire et budgétaire global intégré (*Global Integrated Monetary and Fiscal Model*) et supposent que les pays ont fait évoluer leurs législations à mi-parcours vers le cas frontière de l'OCDE en treize ans, tout en réalisant les réformes de manière anticipée au cours des cinq premières années. Cf. Anderson *et al.* (2014) pour plus de détails.

<sup>13</sup> Après prise en compte des réductions relativement plus importantes des marges dans l'étude du FMI, les résultats sont quantitativement et qualitativement similaires aux simulations réalisées par la BCE à partir du modèle (cf. l'encadré 2 de l'article intitulé *Ajustement dans les différents pays de la zone euro : état des lieux*, du *Bulletin mensuel* de mai 2013).

ou en grande partie seulement sept des quatre-vingt-six recommandations par pays adoptées en 2013 par le Conseil européen (cf. tableau B).

Des marchés des biens et services et du travail flexibles sont essentiels pour aider les pays de la zone euro à réagir aux chocs rapidement et de façon optimale et pour éviter les coûts plus élevés résultant des pertes de production et de la hausse du chômage liées à l'ajustement plus lent et plus prolongé des économies rigides. Les bénéfices des réformes seront clairement plus importants si celles-ci sont plus ambitieuses et si elles sont mises en œuvre en même temps que les réformes dans d'autres domaines. Au vu de cela, davantage d'efforts sont nécessaires pour déréglementer les marchés des biens et services, pour lesquels l'effort de réforme a été très limité ces dernières années. De nouvelles réformes des marchés du travail sont également nécessaires et contribueront à réduire le chômage structurel. Concevoir un train de réformes de grande ampleur réduira également la possibilité de coûts temporaires susceptibles de résulter du processus d'ajustement. Globalement, pour atteindre ces objectifs, il est particulièrement important que les pays de la zone euro mettent en œuvre rapidement et dans leur intégralité les réformes spécifiées dans les recommandations par pays pour 2014 qui ont été publiées récemment par la Commission européenne.



## LES TAUX D'INTÉRÊT SANS RISQUE DANS LA ZONE EURO : PROBLÈMES DE MESURE, ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET IMPORTANCE POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE



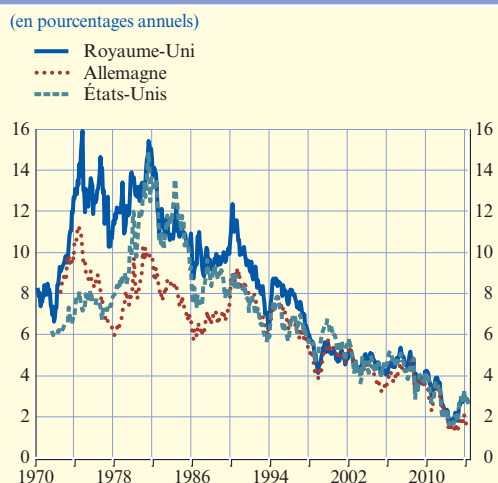
*Le présent article examine le concept de taux d'intérêt sans risque ainsi que son importance pour l'économie en général et la politique monétaire en particulier. Il présente les difficultés rencontrées pour mesurer les taux sans risque de la zone euro au niveau tant conceptuel que quantitatif. L'article montre que ces difficultés se sont accentuées depuis le début de la crise financière mondiale, les différentes mesures des taux d'intérêt sans risque ayant eu tendance à diverger davantage que par le passé, et il propose des éléments d'explication de l'apparition de ces écarts. Enfin, il montre comment les taux d'intérêt tirés des contrats de swap de taux référencés sur un taux au jour le jour (OIS) peuvent compléter utilement les rendements des obligations notées AAA pour décrire les taux d'intérêt sans risque.*

### I INTRODUCTION

Le concept de « taux d'intérêt sans risque », à savoir le rendement d'une obligation idéale, parfaitement liquide et ne comportant aucun risque de crédit, joue un rôle important sur les marchés financiers et pour l'analyse de la politique monétaire. Les taux d'intérêt sans risque servent notamment de référence principale pour valoriser d'autres actifs, qui sont eux risqués. En particulier, les mesures du taux sans risque servent de taux d'actualisation pour calculer la valeur actualisée des projets d'investissement ou la valeur des paiements financiers futurs. Les rendements sans risque sont également importants pour les responsables de la politique monétaire à la fois parce que la transmission des taux directeurs à la structure par termes sans risque est un élément essentiel du mécanisme de transmission de la politique monétaire et parce que les taux d'intérêt sans risque peuvent fournir des informations sur les anticipations de marché relatives aux principales variables économiques, notamment l'évolution des taux directeurs de la BCE.

La notion théorique de taux d'intérêt sans risque correspond généralement au rendement des obligations souveraines bénéficiant de notations élevées. En utilisant cette mesure, on constate que les rendements sans risque ont affiché une tendance baissière sur les trente ou quarante dernières années dans les principales économies industrialisées et que les rendements à long terme se sont inscrits à des niveaux historiquement bas au cours des deux dernières années (cf. graphique 1). Une partie de cette baisse reflète sans aucun doute une stabilisation des anticipations d'inflation et une réduction des primes de risque d'inflation<sup>1</sup>, mais d'autres facteurs ont également été à l'œuvre sur la période récente<sup>2</sup>. Après le début de la crise financière mondiale fin 2008, l'augmentation de la demande d'actifs liquides et sans risque a probablement favorisé une nouvelle baisse des rendements des

**Graphique 1** Perspective à plus long terme des rendements des emprunts publics à dix ans



Sources : Deutsche Bundesbank, Banque d'Angleterre et Système fédéral de réserve

1 Les rendements nominaux à long terme des obligations peuvent s'entendre comme les rendements réels à long terme, les anticipations d'inflation moyennes à long terme jusqu'à l'échéance de l'obligation et la prime de risque d'inflation, soit une généralisation de l'équation de Fisher.

2 Pour une analyse de certains déterminants des rendements obligataires à long terme, cf. P. Turner, *Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lodestar?*, dans J.S. Chadha, A.C.J. Durré, M.A.S. Joyce and L. Sarno (eds.), *Developments in Macro-Finance Yield Curve Modelling*, Cambridge University Press, 2014.

actifs considérés comme presque sans risque. De plus, d'autres facteurs structurels tels que la demande soutenue émanant des investisseurs de la sphère réelle de l'économie, qui comprennent les institutions telles que les fonds de pension et les sociétés d'assurance, dans le contexte d'une société vieillissante et de modifications réglementaires et comptables, ont également continué d'exercer des pressions à la baisse sur les rendements. Du côté de l'offre, on a également constaté une diminution de la taille de certaines catégories d'actifs sans risque ces dernières années. Par exemple, certains instruments de titrisation bien notés ont disparu et le volume des dettes souveraines notées AAA s'est réduit en raison d'une détérioration de la solvabilité (et de la note de crédit) de plusieurs émetteurs souverains. En outre, dans certaines juridictions, les achats massifs de titres à revenu fixe bénéficiant d'une notation élevée par les banques centrales ont contribué eux aussi à la diminution de l'offre d'actifs sans risque accessibles aux investisseurs privés et donc à la baisse des rendements.

Dans le graphique 1, les rendements des obligations allemandes ont été utilisés pour représenter les taux d'intérêt sans risque de la zone euro sur longue période, y compris avant et après l'introduction de l'euro. Pour la période remontant à septembre 2004, la BCE publie une courbe des rendements (à savoir les taux d'intérêt à diverses échéances) établie à partir des emprunts publics de la zone euro notés AAA qui pourrait, en principe, être considérée comme une approximation satisfaisante de la courbe des rendements sans risque de la zone monétaire. Toutefois, durant la crise financière, le vivier d'émetteurs notés AAA s'est réduit et les rendements des émetteurs qui continuaient d'en faire partie ont parfois divergé, du fait qu'ils ont été affectés à des degrés divers par les primes de risque, les primes de liquidité et d'autres facteurs. Cette évolution a réduit la représentativité de la courbe des rendements AAA en tant que courbe sans risque pour l'ensemble de la zone euro.

Dans ce contexte, le présent article examine en détails les difficultés récentes liées à la mesure des taux d'intérêt sans risque de la zone euro. L'article présente certaines des raisons expliquant la divergence entre différentes mesures communes des taux d'intérêt sans risque durant la crise financière et suggère également que les taux d'intérêt tirés des OIS peuvent compléter utilement les rendements notés AAA pour décrire les taux sans risque.

Cet article est structuré de la façon suivante. La section 2 explique le concept de taux d'intérêt sans risque ainsi que son importance pour l'économie en général et la politique monétaire en particulier. La section 3 analyse ensuite les difficultés liées à la mesure des taux sans risque au niveau tant conceptuel que quantitatif. La section 4 décrit les évolutions des taux sans risque de la zone euro durant la crise financière et souligne les différences qui sont apparues entre les rendements fondés sur les emprunts publics notés AAA et ceux tirés des contrats OIS. Enfin, la section 5 propose des éléments de conclusion.

## 2 LES TAUX D'INTÉRÊT SANS RISQUE : CONCEPT ET IMPORTANCE POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les notions d'« actif sans risque » et de « taux de rendement sans risque » jouent un rôle central dans l'analyse économique et les commentateurs des marchés financiers les évoquent fréquemment. D'un point de vue abstrait, un actif sans risque peut être défini comme un titre qui rapporte une unité de compte spécifiée, à une certaine date dans le futur, quelle que soit la situation. Un exemple spécifique pourrait être une obligation zéro coupon qui rapporte 100 euros dans trois ans avec une absolue certitude<sup>3</sup>. Le prix auquel cette obligation est achetée aujourd'hui détermine son rendement, qui est alors appelé « taux

3 Dans le cas d'une obligation zéro coupon, le montant du principal sera versé à l'échéance mais aucun coupon ne sera payé avant ; ce type d'obligation est également appelée « *pure discount bond* », comme cela est examiné dans l'encadré 1.

sans risque à trois ans ». Dans cet exemple, la certitude de percevoir 100 euros à l'échéance revient à dire que l'émetteur de l'obligation honorera ses engagements quelle que soit la situation. Ainsi, le caractère sans risque de l'obligation peut être décrit comme l'absence de risque de défaut ou de risque de crédit.

En pratique, l'hypothèse d'une certitude absolue quant au rendement promis d'une obligation semble irréaliste. Même s'il y a toujours eu des émetteurs d'obligations publics et privés solides n'ayant jamais fait défaut sur leur dette, pour toute obligation nouvellement émise, il existe toujours une incertitude résiduelle quant à savoir si le défaut peut être totalement exclu sur la totalité de la période jusqu'à l'échéance du titre. Dès lors, les investisseurs et les commentateurs semblent généralement utiliser une notion de sécurité relative lorsqu'ils parlent d'un taux sans risque. Une pratique commune consiste à se fier simplement au label attribué par les agences de notation pour juger du degré de risque d'une obligation, la notation AAA constituant ainsi la ligne de démarcation (approximative) entre les actifs sans risque et leurs homologues plus risqués. Toutefois, il convient de garder à l'esprit qu'une note est généralement une expression relative (plutôt qu'absolue) du risque de crédit. Par conséquent, globalement, on s'attend à ce qu'une obligation mieux notée fasse défaut moins souvent que son homologue moins bien notée, même si la fréquence de défaut attendue effective de chaque catégorie de notation est susceptible d'évoluer au fil du temps et au cours du cycle d'activité <sup>4</sup>.

Toutefois, outre le risque de défaut et le risque de crédit, plusieurs autres sources de risque ont une incidence sur le prix ou le rendement d'un actif. Une obligation peut, par exemple, être soumise à un risque de liquidité lorsque les investisseurs sont confrontés à l'éventualité de conditions défavorables sur les marchés dans le futur en cas de cession de l'obligation avant l'échéance. Ce risque de détérioration de la liquidité entraînerait une baisse du prix de l'obligation (et un rendement plus élevé) en raison de la prime de liquidité. Inversement, les investisseurs seront généralement prêts à payer un prix plus élevé (c'est-à-dire à accepter un rendement plus faible) pour les obligations qui présentent des normes particulièrement élevées en termes de sécurité et de liquidité, notamment si elles sont plus facilement acceptées en garantie dans les transactions financières. La prime de liquidité négative de ces obligations augmenterait en termes absolus si le gisement d'obligations de qualité élevée venait à diminuer, car cela entraînerait une augmentation de la rareté relative de ces actifs très prisés (une « prime de rareté »). En général, une obligation nominale est également soumise à un risque d'inflation. En reprenant l'exemple utilisé ci-avant, l'absence supposée de risque de crédit implique que l'obligation rapporte 100 euros après trois ans, ce qui en fait un titre sans risque « en termes nominaux ». Toutefois, l'obligation n'est pas sans risque « en termes réels », car la part d'un panier de consommation (de la zone euro) que son rendement pourrait permettre d'acheter dans trois ans demeurera incertaine <sup>5</sup>.

Nonobstant ces facettes supplémentaires de la notion d'absence de risque, la suite de cet article considèrera comme « sans risque » les actifs ayant un risque de crédit perçu comme très faible et bénéficiant, par conséquent, de la notation la plus élevée.

4 Le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* d'avril 2012 du FMI indique qu'en 2007, une note AAA était associée, en moyenne, à une probabilité de défaut (calculée à partir des *spreads* de CDS) de 0,1 %, mais que ce chiffre a été multiplié par plus de dix pour atteindre 1,3 % environ en 2011. L'une des principales réserves tient au fait que les *spreads* de CDS incorporent généralement aussi une prime de risque qui va au-delà d'une simple compensation des pertes attendues, de sorte qu'une partie de l'augmentation mentionnée de ces *spreads* pourrait être imputable à la hausse de ces primes.

5 Le « risque de taux de change » est un autre aspect soulignant le fait que le caractère sans risque est lié à une unité de compte spécifique. Par exemple, pour les investisseurs qui souhaitent percevoir leurs gains en dollars, le versement de 100 euros est certain (par hypothèse) mais le taux de change EUR/USD qui prévaudra dans trois ans ne l'est pas et le rendement en dollars présente donc un risque. Enfin, si elle est cédée avant l'échéance, l'obligation à trois ans considérée dans cet exemple est soumise à un « risque de taux d'intérêt ». Par exemple, si l'investisseur vend l'obligation au bout d'un an, le prix qu'il recevra dépendra du taux d'intérêt à deux ans en vigueur à ce moment-là, qui est incertain aujourd'hui.

Le taux sans risque remplit des fonctions importantes sur les marchés financiers et dans l'économie plus généralement. Point essentiel, les estimations des taux sans risque servent de référence pour la valorisation des autres actifs. Pour prendre l'exemple le plus simple, les taux sans risque sur différentes durées jusqu'à l'échéance (la structure par termes des taux d'intérêt, cf. encadré 1) sont nécessaires pour calculer la valeur actualisée nette d'une séquence de versements d'intérêts sans risque futurs. Ce rôle de référence recouvre également un aspect communication et coordination, les rendements sans risque servant souvent d'étalon de mesure pour comparer les actifs risqués ; la pratique généralisée consistant à évaluer le prix des obligations souveraines de la zone euro en fonction des *spreads* vis-à-vis des obligations souveraines allemandes ou d'un taux de swap en est un exemple <sup>6</sup>.

La structure par termes des rendements sans risque est importante pour la politique monétaire pour au moins deux raisons : a) elle est un élément important dans la transmission de la politique monétaire et b) elle contient des informations utiles sur les anticipations des marchés relatives aux principales variables économiques.

S'agissant du rôle des taux sans risque dans la transmission de la politique monétaire, la première étape de ce processus consiste normalement à piloter les taux d'intérêt interbancaires à très court terme par le biais des instruments de politique monétaire. De plus, au travers de sa stratégie de politique monétaire et de ses communications, la banque centrale influence également les anticipations relatives à la façon dont elle va piloter les taux sans risque à court terme à l'avenir <sup>7</sup>. Ces taux actuels et futurs anticipés sont, à leur tour, un déterminant essentiel de la structure par termes globale des taux d'intérêt sans risque à court et long terme. Cette structure est donc un élément clé pour la valorisation des autres actifs qui sont importants pour les conditions de financement des ménages et des entreprises, pour leurs décisions en matière de consommation, de production et d'investissement et, enfin, pour le processus de fixation des prix et l'inflation. Par exemple, pour un risque de défaut et un *spread* de crédit donnés d'une entreprise émettrice, une diminution du taux sans risque d'échéance correspondante réduirait les coûts du financement de marché pour l'entreprise, améliorant sa capacité à financer la production et l'investissement, et ainsi de suite. La structure par termes des taux d'intérêt sans risque peut par conséquent être considérée comme la pierre angulaire d'une transmission plus large de l'orientation de politique monétaire à une gamme plus vaste de prix d'actifs et, *in fine*, à l'économie réelle.

S'agissant de la fonction d'information, la courbe des rendements est un outil pertinent pour la banque centrale pour extraire les anticipations des intervenants de marché relatives aux niveaux futurs des taux d'intérêt, à l'inflation et à l'activité réelle. Le calcul des anticipations d'inflation fondées sur le marché et de la prime de risque d'inflation sur différents horizons à partir de la différence entre la structure par termes des rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation constitue un bon exemple à cet égard <sup>8</sup>. La déduction des anticipations de marché relatives à la politique monétaire future est un autre exemple. Cela est possible car, comme cela a été mentionné ci-avant, les taux d'intérêt à long terme reflètent les anticipations des taux à court terme futurs, qui reflètent, à leur tour, les anticipations relatives aux taux directeurs de la banque centrale

6 Cf., par exemple, l'article intitulé *Les déterminants des écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro pendant la crise* du *Bulletin mensuel* de mai 2014.

7 Cf., par exemple, l'article intitulé *La forward guidance de la BCE* du *Bulletin mensuel* d'avril 2014.

8 Cf., par exemple, P. Hördahl et O. Tristani, *Inflation Risk Premia In The Term Structure Of Interest Rates*, Journal of the European Economic Association, Vol. 10(3), 2012 ; et J.A. Garcia and T. Werner, *Inflation compensation and inflation risk premia in the euro area term structure of interest rates*, dans J.S. Chadha, A.C.J. Durré, M.A.S. Joyce and L. Sarno (eds.), *Developments in Macro-Finance Yield Curve Modelling*, Cambridge University Press, 2014.

et son recours à d'autres instruments de politique monétaire. Toutefois, outre les anticipations relatives aux taux futurs, les rendements sur les échéances plus longues intègrent généralement des primes de terme dont l'importance est inconnue et susceptible de varier dans le temps, de sorte que l'extraction des anticipations de taux d'intérêt à partir de la courbe des rendements pose des défis du point de vue de l'analyse <sup>9</sup>.

9 Pour un examen de la littérature analysant la structure par termes des taux d'intérêt, cf., par exemple, R.S. Gurkaynak et J. Wright, *Macroeconomics and the Term Structure*, Journal of Economic Literature, Vol. L (juin 2012) 331-367, 2012.

## Encadré I

**RENDEMENTS OBLIGATAIRES : CONCEPTS DE BASE ET ESTIMATION D'UNE COURBE DES RENDEMENTS ZÉRO COUPON**

Une obligation à coupon est un titre qui permet au détenteur de percevoir un flux prédéterminé de paiements (de coupon) jusqu'à l'échéance et, à l'échéance, un paiement de coupon final et la valeur nominale de l'obligation (le principal). Une obligation zéro coupon est le modèle le plus simple de titre à revenu fixe, avec un seul paiement à l'échéance, c'est-à-dire qu'aucun coupon n'est payé avant l'échéance. Une obligation à coupon peut donc être considérée comme un ensemble d'obligations zéro coupon.

Le rendement à l'échéance se définit comme le rendement qui égalise la valeur actualisée des versements d'intérêt de l'obligation à son prix. Pour une obligation d'une durée de  $m$  années payant des coupons d'un montant de  $C$  chaque année sur  $m$  années et ayant un paiement final du principal de  $X$ , le rendement à l'échéance ( $y_m$ ) résout par conséquent l'équation suivante :

$$P_m = C/(1 + y_m) + C/(1 + y_m)^2 + \dots + (C + X)/(1 + y_m)^m \quad (1)$$

où  $P_m$  représente le prix de l'obligation et où la partie droite de l'équation représente la valeur actuelle des flux d'intérêt de l'obligation actualisés par le rendement à l'échéance.

Dans le présent article, le taux au comptant pour une échéance donnée,  $m$ , se définit comme le rendement à l'échéance actuel d'une obligation zéro coupon d'échéance  $m$ . En revanche, un taux implicite anticipé dans  $h$  années pour l'année  $m$  se définit comme le taux au comptant de l'année  $m$  en vigueur de l'année  $h$  à l'année  $h + m$  qui peut être obtenu aujourd'hui <sup>1</sup>. Ce type de taux anticipé peut être calculé à partir des taux au comptant en vigueur et inversement. Par exemple, si  $S_2$  représente le taux au comptant à deux ans et  $F_1$  le taux anticipé à un an dans un an (c'est-à-dire le taux au comptant à un an ayant cours dans un an qui peut être obtenu aujourd'hui), alors :

$$(1 + S_2)^2 = (1 + S_1)(1 + F_1) \quad (2)$$

La courbe de rendement ou structure par terme des taux d'intérêt est une représentation graphique de la relation entre les dates d'échéance et le taux au comptant correspondant (rendement d'une obligation zéro coupon). La courbe des taux anticipés est la relation entre l'horizon futur  $h$  et le taux anticipé correspondant de la période  $m$  dans  $h$  périodes.

En résumé, pour une période donnée par rapport à l'échéance  $m$ , et pour une structure par terme des taux d'intérêt donnée, le rendement au pair d'une obligation de l'année  $m$  correspond au

1 Dans certains cas, le taux anticipé sur un instrument peut être négocié directement, mais il sera de toute façon lié à la structure par terme des taux au comptant par le processus de l'arbitrage. Cela s'explique par le fait que la structure de remboursement d'un contrat anticipé peut, en principe, être reproduite en négociant des obligations d'échéances différentes.

taux hypothétique du coupon fixe auquel le prix de l'obligation serait égal à sa valeur nominale (par exemple, 100 euros), c'est-à-dire à son prix « au pair ».

Comme il existe très peu (et parfois pas du tout) d'obligations zéro coupon sur des échéances longues, il n'est pas possible d'obtenir la structure par terme des taux de ces obligations à partir des données du marché. Elle doit par conséquent être estimée en se fondant sur un ensemble de plusieurs obligations portant coupon en utilisant des techniques mathématiques. L'idée sous-jacente est que le prix de chaque obligation portant coupon peut s'analyser comme la somme de tous les paiements de coupon (ainsi que du remboursement), actualisée par le rendement zéro coupon correspondant, c'est-à-dire le point correspondant sur la structure par terme des taux des obligations zéro coupon.

La BCE construit et publie régulièrement deux courbes de rendement des obligations zéro coupon pour les emprunts publics de la zone euro (pour l'ensemble des obligations et pour les obligations notées AAA). Dans une première phase, il s'agit d'identifier les obligations qui sont suffisamment liquides pour contribuer à l'estimation de la courbe. La BCE sélectionne les obligations faisant l'objet d'un volume minimum de transactions de 1 million d'euros par jour et dont la fourchette de cotation n'excède pas 3 points de base.

Par hypothèse, la courbe de rendement des obligations zéro coupon prend une forme fonctionnelle spécifique dénommée modèle Nelson-Siegel-Svensson<sup>2</sup>. L'estimation de la courbe est réalisée au moyen d'un algorithme qui minimise la somme (pour l'ensemble des obligations sélectionnées) des différences quadratiques entre les prix observés des obligations et ceux impliqués par la courbe ajustée des obligations zéro coupon.

Lors de la phase finale, la structure par terme des taux anticipés peut être calculée de façon mathématique en utilisant la forme fonctionnelle du modèle et les paramètres estimés<sup>3</sup>.

2 La forme fonctionnelle du modèle Nelson-Siegel-Svensson pour le taux zéro coupon  $z$  (TTM) est la suivante :

$$z(TTM) = \beta_0 + \beta_1 \left[ \frac{1 - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_1}\right)}}{TTM/\tau_1} \right] + \beta_2 \left[ \frac{1 - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_1}\right)} - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_2}\right)}}{TTM/\tau_1} \right] + \beta_3 \left[ \frac{1 - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_2}\right)} - e^{-\left(\frac{-TTM}{\tau_3}\right)}}{TTM/\tau_2} \right]$$

où  $TTM$  est la durée jusqu'à l'échéance et  $\beta_i$ ,  $\tau_i$  sont les paramètres à estimer. Cf. L. E. O. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates : Sweden 1992-1994*, Working Paper du NBER n° 4871, 1994.

3 Les concepts décrits dans le présent encadré sont expliqués de façon plus détaillée dans de nombreux ouvrages financiers. Cf. , par exemple, J. Y. Campbell, A. W. Lo et A. C. MacKinley, *The Econometrics of Financial Markets*, Chapitre 10, Princeton University Press, 1997.

### 3 LES MESURES DE LA COURBE DES RENDEMENTS SANS RISQUE DE LA ZONE EURO

La BCE publie quotidiennement des estimations de deux courbes des rendements de la zone euro, toutes deux calculées à partir des emprunts publics<sup>10</sup>. L'une d'elle est fondée sur les obligations émises par toutes les administrations centrales de la zone euro. Elle fournit une représentation globale de la zone euro mais n'est pas considérée comme une approximation satisfaisante des taux sans risque en raison de différences fondamentales existant entre les pays, qui ressortent également dans les différences de notation. L'autre courbe des rendements est fondée sur les titres d'État notés AAA par Fitch Ratings.

<sup>10</sup> Ces séries de données débutent en septembre 2004. Pour plus d'informations générales, cf. le site internet de la BCE et l'article intitulé *Les nouvelles courbes de rendements de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de février 2008.

Le fait que la courbe des titres AAA soit liée à la note attribuée par une agence de notation pose deux problèmes lorsque cette courbe est utilisée comme mesure possible de la structure par termes des taux sans risque. Premièrement, alors que les intervenants de marché exigeaient jusqu'en 2007 un rendement similaire pour tous les émetteurs souverains de la zone euro notés AAA, l'évaluation du risque présenté par les différents émetteurs au sein de cette classe de notation est devenue plus diversifiée en raison de la crise financière et de la crise de la dette souveraine, ce qui s'est traduit par des niveaux de rendement relativement hétérogènes. Deuxièmement, en raison des dégradations de notations, l'échantillon des obligations sur lesquelles est fondée l'estimation de la courbe a varié au fil du temps. Les rendements estimés peuvent ainsi être affectés par ces changements de composition, comme cela est exposé dans la section 4. De plus, le volume de l'encours des emprunts publics de la zone euro notés AAA

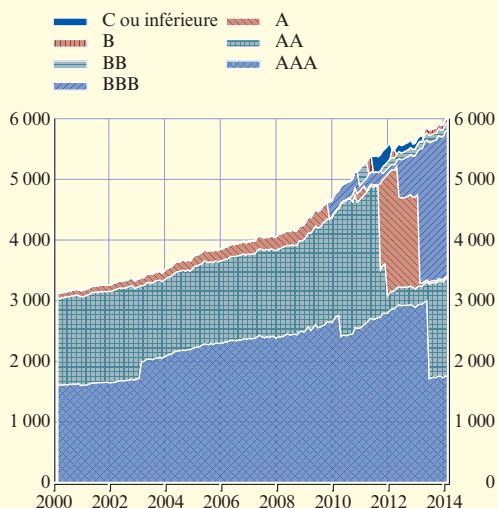
s'est considérablement réduit durant la crise, revenant de quelque deux tiers à seulement un tiers environ de l'ensemble des emprunts émis par les administrations centrales de la zone euro actuellement (cf. graphique 2), soulevant des interrogations quant à la représentativité de la courbe des rendement AAA comme courbe de référence pour la zone euro.

Compte tenu de la complexité de l'élaboration de la courbe des rendements fondée sur les émetteurs souverains notés AAA, il est logique de chercher des représentations alternatives de la structure par termes sans risque<sup>11</sup>. L'une des possibilités consiste à utiliser les dérivés de taux d'intérêt. Il s'agit généralement de contrats de *swap* dans lesquels deux contreparties échangent la différence entre un paiement d'intérêt fixe (le taux de *swap*) et un paiement d'intérêt variable, fondé sur les taux à court terme futurs. Lorsque le taux variable est lié à un taux de référence considéré comme pratiquement sans risque et qui devrait le rester sur toute la durée du contrat de *swap*, le taux fixe coté du taux de *swap* lui-même peut également être considéré comme pratiquement sans risque de crédit. Un risque de contrepartie éventuel ne fausse pas les taux des *swaps* cotés dans la mesure où il est valorisé « séparément »<sup>12</sup>.

Avant la crise financière, il était fréquent que les intervenants de marché procèdent à une évaluation comparative des taux sans risque en utilisant des *swaps* de taux d'intérêt dans lesquels le taux variable était fondé sur les taux Euribor. Toutefois, avec les hausses sensibles du risque de crédit intégré aux taux Euribor, la courbe des rendements fondée sur les *swaps* indexés sur l'Euribor ne pouvait clairement plus constituer une approximation satisfaisante de la courbe des rendements

Graphique 2 Encours des emprunts d'État de la zone euro par catégories de notation

(en milliards d'euros)



Sources : Fitch ratings et BCE

Notes : Les notations sont celles attribuées par Fitch Ratings. Seuls les titres de dette à long terme sont inclus.

11 Utiliser des courbes de rendements différentes pour des objectifs différents est conforme aux recommandations d'un rapport publié en mars 2013 par un groupe de travail mis en place par le Comité économique consultatif de la BRI intitulé *Towards better reference rate practices: a central bank perspective*.

12 Les « ajustements de valeur de crédit » sont négociés sur une base bilatérale entre les contreparties pour compenser le risque de contrepartie et sont par conséquent ajoutés ou soustraits des cotations observées afin d'obtenir le prix de transaction final. Pour plus de détails sur les ajustements de valeur de crédit, cf., par exemple, J. Hull and A. White, *LIBOR vs. OIS: The Derivatives Discounting Dilemma*, Journal of Investment Management, Vol. 11, n° 3, 2013.

sans risque <sup>13</sup>. Cependant, avec le développement et l'approfondissement du marché des OIS (cf. encadré 2), il est devenu possible de calculer une courbe des rendements liée aux taux d'intérêt au jour le jour futurs (Eonia). Le risque de crédit des prêts au jour le jour est naturellement bien moins élevé que celui des prêts d'échéances plus longues, et le fait que l'Eonia ait une échéance aussi courte signifie donc que le risque de crédit des taux des OIS est normalement très faible.

13 La BCE utilisait les *swaps* fondés sur l'Euribor pour extraire la courbe anticipée instantanée jusqu'au début 2008, où elle a commencé à utiliser la courbe des rendements des emprunts publics notés AAA (cf. le *Bulletin mensuel* de février 2008). Outre le risque de crédit, les éléments prouvant des manipulations au sein du panel d'établissements contribuant au calcul de l'Euribor ont constitué une raison supplémentaire de reconsidérer la fonction de ce taux en tant que référence (cf. l'article intitulé *Les taux d'intérêt de référence : rôle, difficultés et perspectives* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2013).

## Encadré 2

### LE MARCHÉ DES SWAPS DE TAUX D'INTÉRÊT RÉFÉRENCÉS SUR UN TAUX AU JOUR LE JOUR

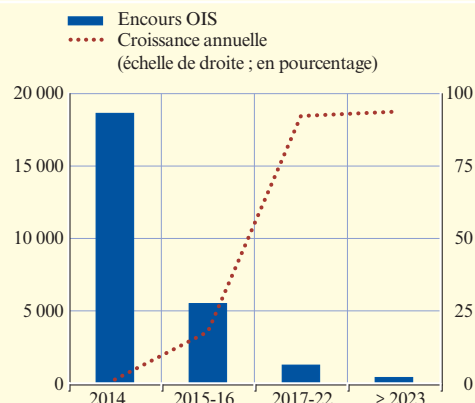
Un *swap* de taux d'intérêt référencé sur un taux au jour le jour (OIS) est un contrat financier entre deux contreparties qui permet d'échanger un taux d'intérêt fixe contre une moyenne géométrique des taux d'intérêt au jour le jour (le taux de référence est l'Eonia dans la zone euro) sur la durée de vie contractuelle du *swap*. Cet instrument appartient à la catégorie des produits dérivés appelés « *swaps* de taux d'intérêt ».

Actuellement, il existe deux grandes catégories de *swaps* de taux d'intérêt en euros, leur principal critère de distinction étant l'exposition au taux variable : (a) les *swaps* OIS, dont le taux de la jambe variable correspond à la moyenne des taux Eonia, et (b) les *swaps* calculés sur la base de l'Euribor, dont le taux de la jambe variable correspond à l'un des taux Euribor (par exemple l'Euribor 3 mois ou l'Euribor 6 mois). Les *swaps* de taux d'intérêt sont abondamment utilisés par les entreprises financières et non financières. L'attrait des *swaps* de taux d'intérêt réside dans la possibilité de se couvrir contre le risque de taux d'intérêt. À titre d'exemple, une entreprise peut émettre des obligations à taux fixe sur des durées longues et conclure un *swap* de taux d'intérêt par lequel elle s'engage à payer un taux variable pour recevoir en contrepartie un taux fixe. En procédant ainsi, elle modifie l'exposition de sa dette au taux d'intérêt, convertissant un endettement à taux fixe en endettement à taux variable. Une différence importante par rapport aux obligations est l'absence de paiement initial et l'absence d'échange du montant notionnel avec l'utilisation des *swaps* (seuls les flux d'intérêts sont échangés). Par conséquent, les *swaps* ne sont pas des instruments d'investissement, autrement dit ils ne servent pas de réserve de valeur.

Le marché des *swaps* de taux d'intérêt est un marché de gré à gré, mais plusieurs maturités pouvant aller jusqu'à 30 ans sont valorisées sur différentes plates-formes de négociation. Les OIS sont considérés comme la norme de référence

#### Encours de contrats OIS par maturités

(en milliards d'euros ; en pourcentage)



Source : Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).  
Note : Encours au 14 mars 2014 des contrats OIS en cours compensés par l'intermédiaire de la DTCC.



pour les *swaps* d'une maturité n'excédant pas un an environ, comme cela a également été mis en évidence par les enquêtes annuelles de la BCE sur le marché monétaire. Les *swaps* dont la jambe variable est liée à l'Euribor restent la norme de marché pour une maturité supérieure à deux ans, mais l'utilisation d'OIS sur des durées longues s'est développée (cf. graphique) à un point tel que les taux OIS faisant l'objet d'une valorisation sur ces maturités sont jugés à même de fournir des indications fiables sur les anticipations de marché relatives à l'évolution de l'Eonia (et aux primes de terme associées). À titre d'illustration de la fiabilité perçue des taux OIS faisant l'objet d'une valorisation, le secteur de la finance a adopté la courbe OIS pour l'actualisation des produits dérivés affectés en garantie <sup>1</sup>.

1 Dans les transactions sur produits dérivés, les contreparties constituent des garanties essentiellement lorsque la valeur de marché de l'instrument se modifie. Par conséquent, les primes de risque de crédit peuvent être considérées comme négligeables dans les transactions sur produits dérivés, si bien que les intervenants de marché ont besoin d'une courbe de rendements servant de référence qui soit proche des taux sans risque pour valoriser correctement les produits dérivés affectés en garantie. À titre d'exemple, l'une des grandes chambres de compensation, LCH Clearnet, a adopté l'actualisation des OIS pour ses *swaps* de taux d'intérêt en juin 2010.

L'une des préoccupations éventuelles liées à l'utilisation des taux OIS comme mesure des taux sans risque tient au fait que le marché des contrats sur OIS continue de se développer, notamment pour les échéances supérieures à un an (cf. encadré 2). Néanmoins, la courbe des rendements fondée sur les OIS est actuellement considérée comme un instrument supplémentaire utile pour évaluer les taux sans risque. Par conséquent, même sur les échéances longues, la courbe anticipée qui en résulte (cf. encadré 3) est un instrument précieux pour évaluer les anticipations des intervenants de marché relatives aux niveaux futurs des taux d'intérêt au jour le jour, sous réserve de l'incidence éventuelle de la prime de terme.

### Encadré 3

#### CONSTRUIRE UNE COURBE DES RENDEMENTS À PARTIR DES TAUX DES SWAPS DE TAUX D'INTÉRÊT SUR UN TAUX AU JOUR LE JOUR (OIS)

Les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) du marché peuvent être interprétés de la même manière que les rendements obligataires au pair, qui correspondent au taux hypothétique du coupon fixe auquel le prix de l'obligation serait égal à la valeur nominale de cette obligation. Le calcul de la courbe OIS zéro coupon s'effectue en deux étapes :

(a) les taux au comptant (zéro coupon) sont calculés à partir des taux OIS du marché à l'aide de la méthode dite du « *bootstrapping* » <sup>1</sup>.

(b) sur la base de ces taux zéro coupon, une courbe zéro coupon est estimée à l'aide d'une *spline* de lissage <sup>2</sup>. La spécification de la *spline* de lissage permet d'estimer une courbe régulière (*smooth*),

1 La méthode dite du « *bootstrapping* » permet de calculer les taux zéro coupon à partir des prix d'un ensemble de taux d'obligations assorties d'un coupon ou de taux de *swaps* de marché. À partir d'un taux zéro coupon observé ou donné, cette méthode peut être appliquée pour générer un taux zéro coupon à partir du taux d'une obligation assortie d'un coupon à échéance résiduelle plus longue en appliquant une équation de taux à terme implicite sans arbitrage possible. Par substitution des termes, on peut par exemple déduire le taux zéro coupon à trois ans une fois que le taux zéro coupon à un an et le taux zéro coupon à deux ans sont connus, et que le taux au pair à trois ans est observé. Par itération, on peut générer des taux zéro coupon pour l'ensemble des échéances des taux observés des obligations dotées de coupons. Cf., par exemple, R.W. McEnally et J.V. Jordan, *The Term Structure of Interest Rates*, dans le chapitre 37 de F.J. Fabozzi and T.D. Fabozzi (eds.), *The Handbook of Fixed Income Securities*, 4<sup>e</sup> édition, New York, Irwin Professional Publishing, 1995.

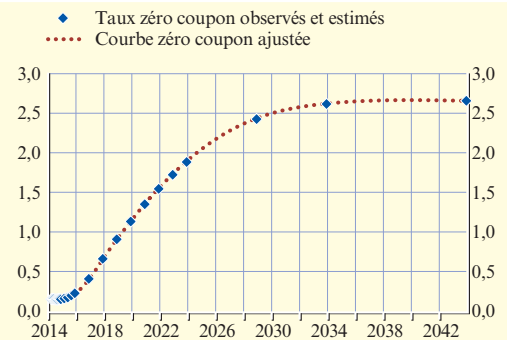
2 Une *spline* de lissage est une méthode permettant d'ajuster une fonction dérivable ou « régulière » (*smooth*) (courbe des rendements) aux observations individuelles potentiellement bruitées (rendements zéro pour des échéances spécifiques). Un exemple d'une *spline* de lissage est une fonction  $s(x)$  qui minimise 
$$p \sum_i w_i (y_i - s(x_i))^2 + (1-p) \int \left( \frac{d^2 s}{dx^2} \right)^2 dx$$
,  $p$  étant un paramètre de lissage donné,  $x_i$  une échéance donnée,  $y_i$  le taux zéro coupon correspondant et  $w_i$  des pondérations dont la somme est égale à 1. Le paramètre de lissage  $p$  détermine la pondération relative attribuée aux objectifs conflictuels, pour  $s$ , d'être une fonction dérivable et d'être étroitement ajustée aux données.

qui s'ajuste bien, dans le même temps, aux taux zéro coupon pour les échéances observées (cf. graphique). Par rapport à l'estimation de l'ensemble de la courbe en une seule étape à l'aide d'une optimisation numérique telle que le modèle Nelson-Siegel-Svensson utilisé pour calculer les courbes de rendements obligataires (cf. encadré 1), la *spline* de lissage permet de faire correspondre relativement bien les données observées pour les échéances courtes et longues, considérées indépendamment.

Enfin, la courbe zéro coupon obtenue peut être utilisée pour construire des courbes à terme basées sur le taux des *swaps* OIS.

#### Exemples de construction d'une courbe de taux zéro coupon issue des OIS à l'aide d'une *spline* de lissage

(en pourcentages annuels ; 2 janvier 2014)



Source : Thomson Reuters et calculs de la BCE

Notes : Les points bleus correspondent aux taux zéro coupon reposant sur les cotations observées ; la ligne rouge en pointillés est la courbe zéro coupon sur un intervalle quotidien

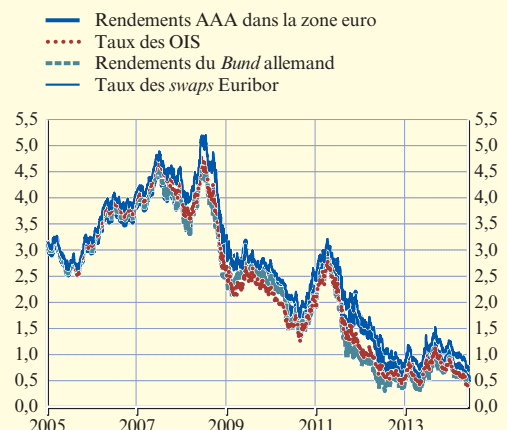
## 4 LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DES TAUX DES OBLIGATIONS NOTÉES AAA ET DES TAUX DES SWAPS DE TAUX RÉFÉRENCÉS SUR UN TAUX AU JOUR LE JOUR (OIS) DANS LA ZONE EURO

Avant l'apparition de tensions sur le marché monétaire à l'été 2007, les taux sans risque tirés des différents instruments de la zone euro suivaient une évolution assez proche. C'est ce qui ressort du graphique 3, qui retrace quatre mesures différentes de taux à cinq ans pouvant être considérées comme des approximations du taux sans risque lorsqu'on se replace dans le contexte de début 2007 : les rendements tirés de la courbe des obligations notées AAA de la zone euro, ceux tirés de la courbe des taux OIS de la zone euro, ceux tirés de la courbe des rendements du *Bund* allemand<sup>14</sup> et enfin les taux des *swaps* Euribor. Ces taux étaient tous considérés comme intégrant un faible risque de crédit et affichaient en général des niveaux et une évolution très comparables.

À partir du second semestre 2007, toutefois, ces mesures ont commencé à afficher d'importantes divergences les unes par rapport aux autres à divers moments, comme le décrivent les sections 4.1 et 4.2 ci-après. (Par exemple, l'écart le plus important entre les quatre mesures du graphique 3 a atteint plus de 100 points de base en septembre 2008 après la faillite de Lehman Brothers, et des niveaux analogues en novembre 2011 durant la crise de la dette souveraine). D'où la question de savoir quelles mesures pouvaient être considérées comme les approximations les plus fiables du taux sans risque de la zone euro, ce qu'examine la section 4.3.

#### Graphique 3 Mesures des taux sans risque à cinq ans

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Thomson Reuters et Deutsche Bundesbank

<sup>14</sup> La « courbe du *Bund* allemand » fait référence à la structure par termes des rendements des emprunts publics allemands. Elle est estimée quotidiennement par la Deutsche Bundesbank à partir des emprunts publics allemands assortis de coupons, à l'aide de l'approche Nelson-Siegel-Svensson.

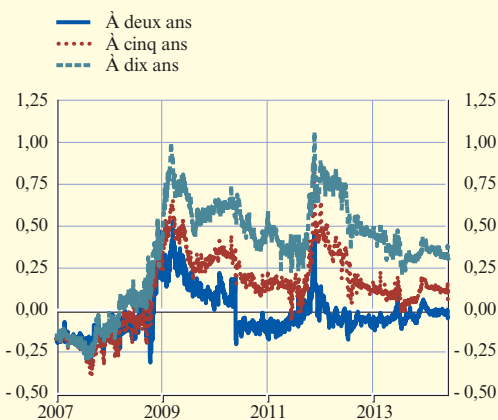
#### 4.1 LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE

Au cours de la période précédant le démarrage de la crise financière mondiale en septembre 2008, on a constaté un faible écart négatif entre les rendements des obligations souveraines notées AAA de la zone euro et les taux des OIS, d'une part, et les rendements du *Bund* allemand et les taux des OIS, d'autre part (cf. graphiques 4 et 5). Par exemple, les courbes à terme figurant dans la partie en haut à gauche du graphique 6 montrent que, en juin 2007, les taux anticipés tirés des OIS étaient supérieurs à ceux des obligations notées AAA et du *Bund* allemand sur l'ensemble des échéances, à l'exception du très court terme. Les écarts constatés entre les taux des OIS, du *Bund* et des obligations AAA au cours de cette période sont probablement le reflet d'une extrême aversion au risque de crédit bancaire à ce moment-là, ce qui a sans doute aussi affecté les taux Eonia futurs attendus. En outre, l'écart de rendement entre l'obligation KfW<sup>15</sup> et le *Bund* allemand, mesure habituelle de la prime de liquidité, a enregistré une hausse progressive durant cette période, traduisant probablement un mouvement de report vers les valeurs liquides en faveur d'actifs bien notés et liquides, ce qui a pu également expliquer le bas niveau des rendements du *Bund* allemand et des autres obligations notées AAA (par rapport aux OIS).

Après la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, la relation entre les taux des OIS, d'une part, et les rendements des obligations notées AAA et du *Bund* allemand, d'autre part, a évolué, faisant apparaître un écart positif. (La partie en haut à droite du graphique 6 fournit un aperçu des courbes de taux à terme à fin novembre 2008, et montre que la courbe des rendements des obligations notées AAA se situait au-dessus des autres à ce moment-là). L'une des raisons expliquant cet écart positif a probablement été une perception accrue du risque de crédit souverain dans la zone euro, qui a également concerné les émetteurs souverains notés AAA après leur prise en charge d'un grand nombre de risques issus de leurs secteurs financiers nationaux respectifs<sup>16</sup>. C'est ce que reflètent également les primes des *swaps* sur défaut (CDS) des émetteurs souverains notés AAA, qui ont atteint

**Graphique 4 Écarts de rendement des obligations notées AAA par rapport aux taux des OIS à deux, à cinq et à dix ans**

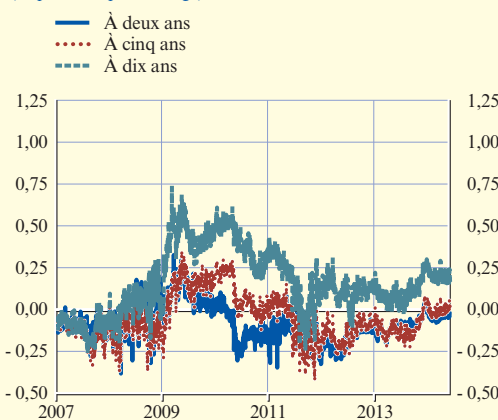
(en points de pourcentage)



Sources : BCE et Thomson Reuters.

**Graphique 5 Écarts de rendement du *Bund* allemand par rapport aux taux des OIS à deux, à cinq et à dix ans**

(en points de pourcentage)



Sources : BCE et Thomson Reuters.

15 Le *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) est une banque de développement allemande. Les obligations émises par le KfW et le *Bund* allemand sont tous garantis par l'État allemand et, par conséquent, assortis du même risque de crédit. Cf. également l'encadré intitulé *Primes de crédit et de liquidité intégrées aux rendements d'une sélection d'obligations souveraines de la zone euro : nouvelles observations* du *Bulletin mensuel* de septembre 2009.

16 Cf., par exemple, l'article intitulé *Les déterminants des écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro pendant la crise* du *Bulletin mensuel* de mai 2014.

des niveaux sans précédent au cours de la période, notamment dans le cas de l'Allemagne (où les primes de CDS à cinq ans ont augmenté pour atteindre environ 90 points de base en février 2009).

Dans le même temps, les écarts de rendement au sein du panier d'obligations souveraines notées AAA se sont de plus en plus creusés. Comme le montre le graphique 7, par exemple, au cours des mois qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers, le rendement des obligations allemandes à cinq ans était inférieur de quelque 275 points de base à celui des obligations irlandaises à cinq ans<sup>17</sup>. Ce phénomène s'explique en partie par la prise en compte, par les investisseurs, du risque de crédit accru relatif à l'Irlande (même si la notation du pays n'avait pas encore été dégradée), compte tenu de la charge attendue résultant du soutien de l'État au système financier national. Mais cela s'explique aussi probablement par un mouvement de report vers les valeurs liquides, qui concorde avec le net creusement de l'écart de rendement entre obligations KfW et emprunts publics allemands durant cette période (cf. graphique 8). Cela peut aussi expliquer en partie pourquoi le creusement des écarts AAA-OIS a été beaucoup plus important que l'augmentation correspondante des écarts *Bund*-OIS.

#### 4.2 LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE

Durant la crise de la dette souveraine, qui a débuté fin 2009, les rendements tirés du gisement d'obligations souveraines notées AAA de la zone euro sont tous restés supérieurs à ceux du *Bund* allemand et aux taux des OIS. Dans le graphique 6, la partie centrale du côté droit et la partie inférieure du côté gauche retracent les courbes des taux à terme en deux points clés de la crise de la dette souveraine. Par comparaison, la partie centrale du côté gauche retrace les courbes juste avant la nette intensification de la crise de la dette souveraine.

Les écarts entre les rendements des obligations notées AAA, du *Bund* et des taux des OIS ont atteint de nouveaux points hauts en novembre 2011, avec l'intensification des tensions sur les marchés financiers et les fortes augmentations des primes de crédit sur la plupart des obligations souveraines de la zone euro, y compris celles de certains pays notés AAA, en raison des préoccupations relatives à la crise de la dette souveraine. Cela s'est traduit par une autre divergence importante entre les rendements des obligations souveraines notées AAA de la zone euro (comme le montre le graphique 7). Dans la mesure où l'exclusion d'un pays du groupe noté AAA nécessite une dégradation de notation de la part de Fitch Ratings, qui peut intervenir avec un décalage par rapport à une montée des préoccupations liées à la qualité de signature d'un pays, cet effet de calendrier aura contribué en partie à la hausse globale des rendements des obligations notées AAA.

Autour de la même période, l'écart entre les rendements des obligations allemandes et les taux des OIS s'est également inscrit en territoire négatif, indiquant que des mouvements de report vers les valeurs liquides pesaient sur les rendements allemands (cf. graphique 5). Cette évolution concorde avec l'augmentation des écarts de rendement KfW-*Bund* durant cette période, dénotant une forte accentuation de la préférence pour la liquidité. L'écart négatif entre le rendement des obligations allemandes et les taux des OIS a été particulièrement persistant sur les échéances à court et moyen terme, ce qui laisse à penser que les flux au profit du *Bund* ont été concentrés sur ces échéances.

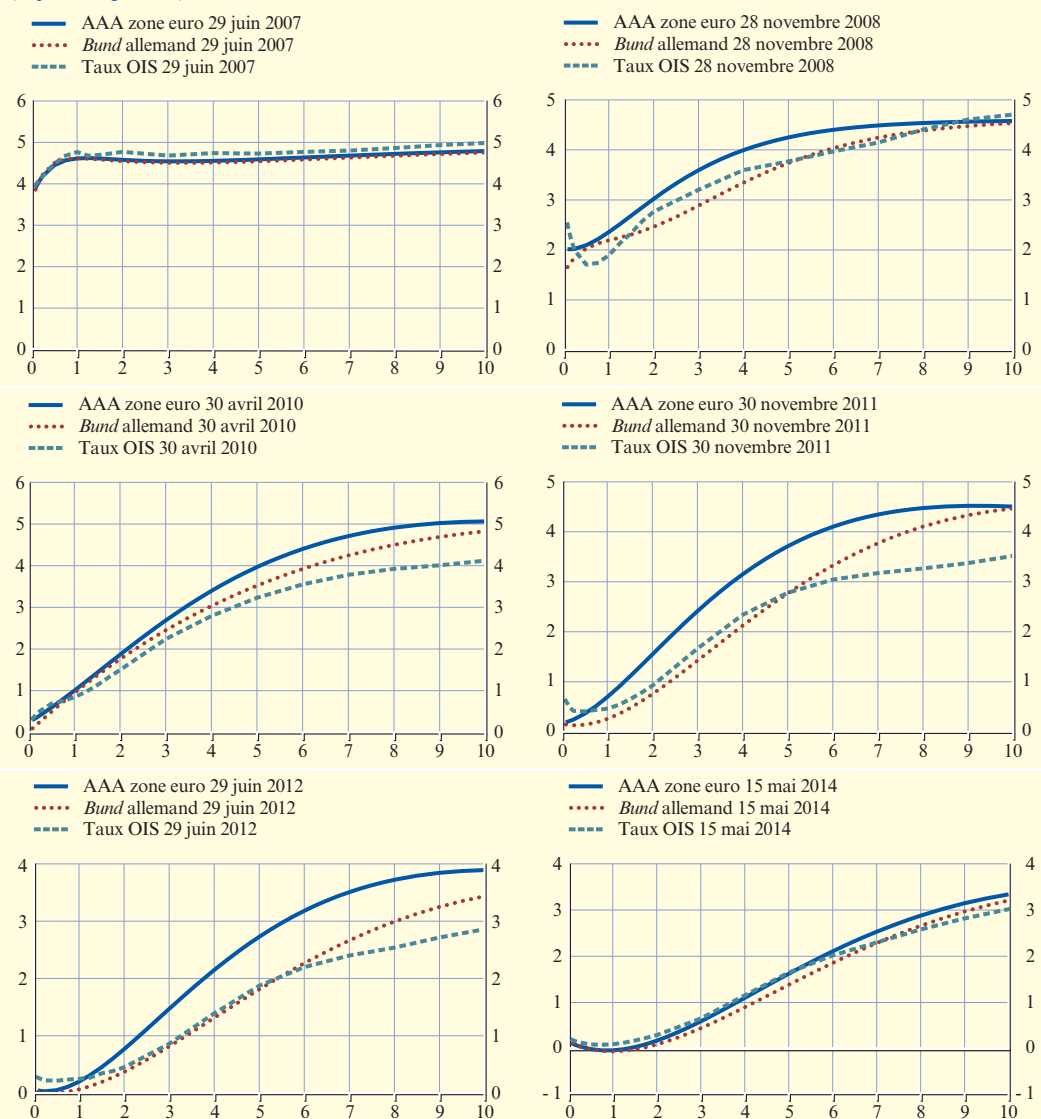
Fin novembre 2011, les écarts de rendement AAA-OIS ont commencé à se resserrer de nouveau avec l'amélioration du sentiment de marché, dans un contexte d'action coordonnée de la BCE et

<sup>17</sup> Dans le graphique 7, l'interruption du tracé relatif au rendement de l'obligation souveraine irlandaise à cinq ans reflète la dégradation de la note du pays, en avril 2009, par Fitch Ratings et donc sa suppression de la courbe des rendements AAA.

les taux d'intérêt sans risque dans la zone euro : problèmes de mesure, évolutions récentes et importance pour la politique monétaire

Graphique 6 Courbes à terme instantanées tirées des obligations notées AAA, du Bund allemand et des OIS

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Deutsche Bundesbank et Thomson Reuters.

d'autres banques centrales afin d'atténuer les tensions sur le marché monétaire, et de mesures non conventionnelles de soutien à la liquidité introduites par la BCE début décembre<sup>18</sup>. Par la suite, les écarts de rendement AAA-OIS de rendement se sont encore réduits, demeurant toutefois légèrement supérieurs à 10 et 30 points de base, respectivement, à cinq et à dix ans, jusqu'à fin mai 2014. Les écarts de rendement Bund-OIS à court et à moyen terme sont passés de valeurs négatives à des niveaux proches de zéro au cours de la même période alors que, sur les échéances plus longues, l'écart est demeuré positif.

<sup>18</sup> En particulier, la BCE a annoncé, le 8 décembre 2011, qu'elle réaliserait deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans en décembre 2011 et en février 2012. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 3 intitulé *Incidence des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans* du *Bulletin mensuel* de mars 2012.

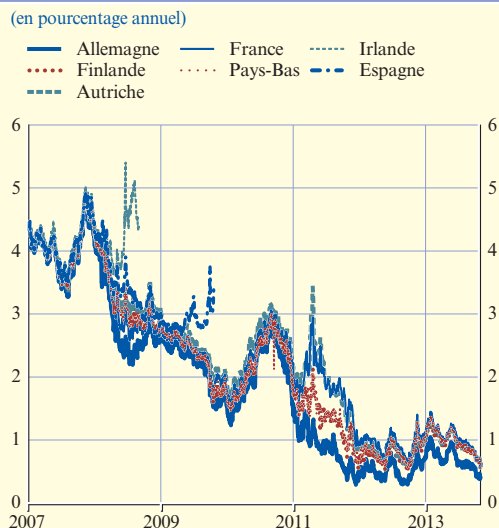
### 4.3 LES CONSÉQUENCES DE LA CRISE POUR LA MESURE DES TAUX SANS RISQUE

L'expérience durant la crise montre qu'il n'existe pas de mesure unique du taux sans risque dans la zone euro. L'augmentation des primes de risque de crédit, les dégradations de notations et les mouvements de report vers les valeurs liquides ont tous eu des effets différents et notables sur les mesures traditionnelles, fondées sur les obligations, des taux sans risque de la zone euro. Bien qu'elle ne soit pas totalement à l'abri de ces influences, la courbe des rendements établie à partir des contrats sur OIS pourrait offrir une mesure plus solide des taux sans risque et semble avoir été moins affectée par les facteurs spécifiques précédemment mentionnés durant la crise, comme le confirme l'analyse statistique évoquée dans l'encadré 4.

S'agissant plus spécifiquement de la comparaison entre la courbe des OIS et les rendements tirés des *Bunds* allemands, les données empiriques examinées dans le présent article indiquent, d'une manière générale, que la différence devrait être plus prononcée en période de tensions sur les marchés financiers. Comme l'illustre la partie centrale du côté droit du graphique 6, fin 2011, la courbe des rendements à terme fondée sur le *Bund* allemand était nettement inférieure, sur les échéances plus courtes, à celle tirée des taux des OIS. Les valeurs plus faibles enregistrées pour les rendements fondés sur le *Bund* allemand durant la période de tensions financières en novembre 2011 corroborent l'incidence des mouvements de report vers les valeurs liquides dont rend compte l'analyse économétrique formelle décrite dans l'encadré 4. Comme le démontrent les résultats illustrés dans le graphique de l'encadré 4, les effets des mouvements de report vers les valeurs liquides devraient faire augmenter le prix des titres considérés comme les plus liquides, tels que le *Bund* allemand. En revanche, la courbe des taux OIS étant moins sensible à ces effets, les mesures du taux sans risque établies à partir des contrats sur OIS sont probablement moins susceptibles de faire apparaître des biais liés aux primes de risque de liquidité ou de rareté.

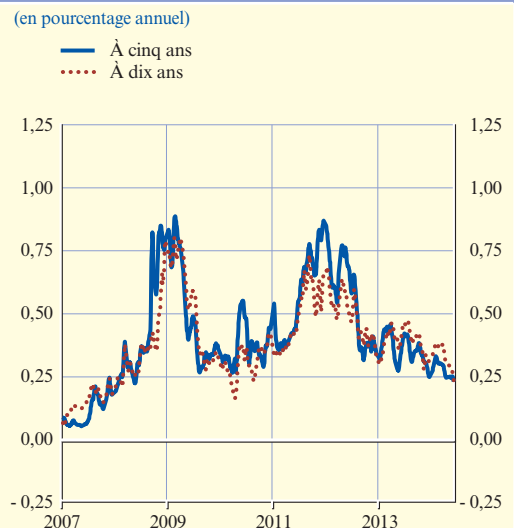
Il existe donc de bonnes raisons de considérer les taux des OIS comme un complément des mesures bien établies des taux sans risque, sans pour autant les remplacer complètement. Comme cela a été

**Graphique 7 Rendements à cinq ans des obligations souveraines notées AAA**



Sources : Thomson Reuters et Deutsche Bundesbank

**Graphique 8 Écart de rendement KfW-Bund à cinq et à dix ans**



Sources : BCE et Thomson Reuters.

indiqué précédemment, cependant, le marché même des OIS est plutôt jeune et la liquidité y est concentrée sur les échéances à court et à moyen terme, ce qui constitue une raison pour ne pas y avoir recours exclusivement.

## Encadré 4

### PERTINENCE DU RISQUE DE CRÉDIT ET DU RISQUE DE LIQUIDITÉ POUR LE RENDEMENT DES EMPRUNTS PUBLICS NOTÉS AAA, LE RENDEMENT DES EMPRUNTS PUBLICS ALLEMANDS (BUNDS) ET LE TAUX DES OIS

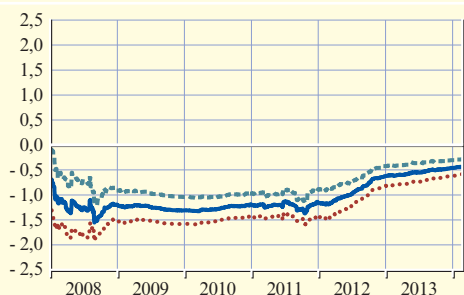
Cet encadré vise à évaluer le rôle que le risque de crédit et la « fuite vers la liquidité » (c'est-à-dire la préférence pour des actifs très liquides) dans la zone euro jouent dans les évolutions des rendements à cinq ans tirées des courbes de rendement des emprunts publics notés AAA de la zone euro, des *Bunds* allemands et des *swaps* de taux référencés sur un taux au jour le jour (*overnight index swaps* – OIS) à l'aide de méthodes de régression. Le risque de crédit dans la zone euro est

#### Incidence de la fuite vers la liquidité dans la zone euro et du risque de crédit sur le rendement du *Bund* allemand et sur le taux de l'OIS à échéance 5 ans

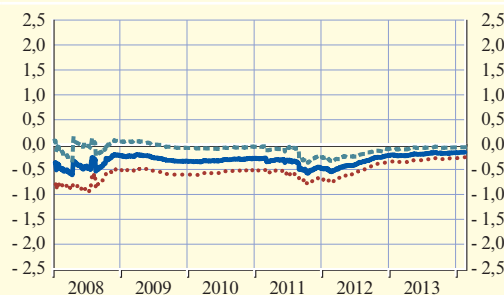
(en points de pourcentage ; février 2008 – avril 2014)

## Partie A : Incidence de la fuite vers la liquidité

— fuite vers la liquidité  
- - - limite inférieure  
- - - limite supérieure

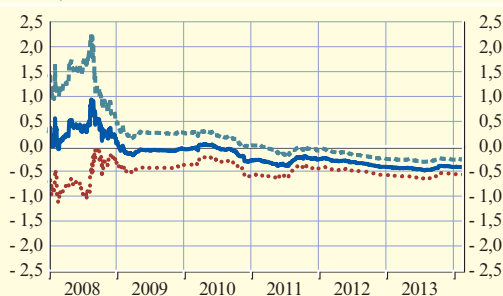
1) *Bund* allemand

## 2) OIS

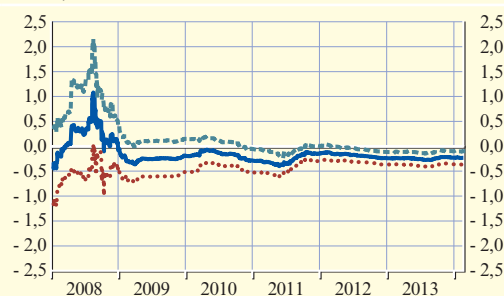


## Partie B : Incidence du risque de crédit

— risque de crédit dans la zone euro  
- - - limite inférieure  
- - - limite supérieure

1) *Bund* allemand

## 2) OIS



Source : Calculs BCE.

Notes : Les limites inférieures et supérieures fournissent l'intervalle de confiance à 95 %. La variation dans le temps est obtenue en utilisant des régressions glissantes sur trois ans.

mesuré à partir de la première composante principale des écarts rendements (*spreads*) des *swaps* sur défaut (*credit default swap* – CDS) souverains par rapport aux CDS souverains allemands. La fuite vers la liquidité est mesurée par l'écart de rendement des obligations émises par la KfW (*KfW-Bund*) auquel il est fait référence dans le corps de l'article <sup>1</sup>.

Trois régressions à fenêtres glissantes sur trois ans ont été utilisées séparément avec la même série de régresseurs qui, outre les trois mesures de l'intérêt, incluent un point d'intersection, la variable dépendante décalée d'une période, le taux OIS à trois mois, l'écart entre les taux Euribor et OIS à trois mois, le CDS souverain allemand, la fourchette de cotation du souverain allemand, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar, la volatilité implicite du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar, un taux de *swap* d'inflation pour la zone euro, un écart de rendement des obligations du secteur privé de la zone euro, l'indice boursier américain décalé d'une période, la volatilité implicite sur le marché boursier américain avec un décalage d'une période et le taux des OIS américains avec un décalage d'une période. Toutes les variables sont exprimées en différences premières et toutes les variables de revenu fixe utilisées comme variables dépendantes sont à échéance cinq ans.

Les résultats résumés dans le graphique (s'agissant des *Bunds* allemands et des taux OIS uniquement, pour des raisons de concision) suggèrent que les variations quotidiennes des taux OIS se sont montrées généralement moins sensibles (que les rendements des obligations notées AAA ou des *Bunds*) aux mouvements de repli vers les valeurs refuge durant la crise. Plus précisément, le graphique présente les répercussions du risque de crédit et de la mesure de la fuite vers la liquidité dans la zone euro sur ces rendements, ainsi que les intervalles de confiance à 95 % respectifs. Sur la période 2008-2011, comme prévu, la répercussion de la fuite vers la liquidité a été négative, s'élevant à quelque – 1,2 point de pourcentage en moyenne pour le rendement du *Bund* allemand, à – 1 point de pourcentage pour le rendement des emprunts publics notés AAA de la zone euro et à – 0,3 point de pourcentage pour le taux OIS (cf. Partie A du graphique). Cette incidence s'est régulièrement atténuée en 2013 et en 2014, de façon proportionnelle dans les trois classes d'actifs. Le risque de crédit dans la zone euro a affecté de façon négative le rendement du *Bund* allemand et, dans une moindre mesure, le taux OIS durant la crise de la dette souveraine dans la zone euro (cf. partie B du graphique). Le risque de crédit n'a exercé qu'un effet réduit sur les rendements des emprunts publics notés AAA, ce qui reflète probablement les effets compensateurs du risque de crédit sur le *Bund* allemand (cf. partie B du graphique) et sur les autres rendements souverains assortis d'une note élevée.

<sup>1</sup> Cf. également R. A. De Santis, *The euro area sovereign debt crisis: identifying flight-to-liquidity and the spillover mechanism*, *Journal of Empirical Finance*, vol. 26, 2014 ; et A. Monfort et J.-P. Renne, *Credit and liquidity risks in euro-area sovereign yield curves*, Banque de France *Working Paper Series*, n° 352, 2011.

## 5 CONCLUSION

Le début de la crise financière mondiale a posé un certain nombre de défis s'agissant de la mesure des taux sans risque dans la zone euro, les différents résultats ayant tendance à diverger davantage que précédemment. La courbe des rendements dans la zone euro, établie à partir des emprunts publics notés AAA, que produit régulièrement la BCE, a subi des tensions à la hausse et à la baisse sous l'effet des évolutions intervenues durant la crise. Par exemple, les mouvements de report vers les valeurs sûres ont pesé sur les rendements de certains emprunts publics notés AAA, dans différentes mesures et à différents moments, tandis que l'augmentation des primes de crédit a eu pour effet de pousser à la hausse les rendements de certains émetteurs notés AAA davantage que d'autres. De plus, les dégradations de notations de crédit ont mécaniquement réduit le gisement d'emprunts publics notés AAA, d'où le caractère moins représentatif de cette courbe de rendement pour l'ensemble de la zone euro.



## ARTICLES

les taux d'intérêt sans  
risque dans la zone euro :  
problèmes de mesure,  
évolutions récentes et  
importance pour la  
politique monétaire

Le développement du marché des OIS offre un nouvel outil de mesure des taux sans risque dans la zone euro. Ce marché a affiché une croissance rapide au cours des dernières années, les intervenants utilisant de plus en plus les taux des OIS comme référence, et le fait que ces derniers se fondent sur l'Eonia, taux de référence du marché monétaire au jour le jour, en fait une information particulièrement précieuse du point de vue de la politique monétaire. À cet égard, une analyse combinée des taux des OIS et des rendements des obligations notées AAA peut se justifier lorsqu'on examine les évolutions des taux sans risque ou qu'on évalue les anticipations du marché concernant les taux d'intérêt ou les variables macroéconomiques futures.



# L'ACCÈS DES PME AU FINANCEMENT DANS LA ZONE EURO : OBSTACLES ET SOLUTIONS ENVISAGEABLES

## ARTICLES

L'accès des PME  
au financement  
dans la zone euro :  
obstacles et solutions  
envisageables

*Les petites et moyennes entreprises sont plus susceptibles de rencontrer des difficultés pour obtenir des financements externes que les grandes entreprises, en particulier en période de crise. Cette situation reflète leur accès limité aux sources de financement externes autres que les prêts bancaires, qui est lié à leur taille plus petite, à des états financiers moins détaillés et à des historiques des résultats plus courts, ce qui entraîne davantage de problèmes d'asymétrie de l'information, une plus grande dépendance vis-à-vis des prêts bancaires et des coûts de financement plus élevés. Compte tenu de l'importance des PME pour l'économie de la zone euro, les responsables européens, y compris ceux appartenant à l'Eurosystème, accordent une attention croissante aux politiques visant à faciliter leur accès au financement.*

## I INTRODUCTION

Les petites et moyennes entreprises (PME) constituent près de 99 % de l'ensemble des entreprises de la zone euro, emploient deux tiers environ de la population active de la zone et créent quelque 60 % de la valeur ajoutée, jouant ainsi un rôle essentiel dans l'économie de la zone <sup>1</sup>. Leur contribution à l'activité économique varie significativement selon les secteurs ; en 2013, leur contribution à la valeur ajoutée allait de 24 % pour le secteur de l'énergie à plus de 80 % pour la construction et l'immobilier. Le même phénomène peut être observé entre les pays au sein de la zone euro, les PME produisant la moitié de la valeur ajoutée en Allemagne et en Irlande contre plus de 65 % en Italie, en Espagne et au Portugal.

S'agissant de la structure de leurs financements, les PME de la zone euro dépendent généralement davantage des prêts bancaires que les entreprises plus importantes. Les PME sont habituellement perçues comme ayant une probabilité de défaut plus élevée que les grandes entreprises et comme étant plus opaques du point de vue de la fourniture d'informations. C'est pour cette raison, notamment, qu'elles ont plus de difficultés à recourir à des sources de financement autres que les prêts bancaires, par exemple les émissions d'obligations. De plus, les PME sont généralement trop petites pour absorber les coûts fixes liés aux émissions de titres sur le marché financier. En conséquence, leur dépendance vis-à-vis du financement bancaire est relativement plus élevée et elles sont ainsi plus susceptibles que les grandes entreprises d'être affectées par une augmentation de l'aversion au risque de la part des banques.

L'accès au financement est un défi majeur pour les PME en temps normal ; et il l'a été bien plus encore durant la crise financière, alors que les sources de crédit pour les petites entreprises avaient tendance à se tarir plus rapidement que pour les grandes entreprises, perturbant ainsi plus largement les activités et l'investissement des PME. En outre, la crise de la dette souveraine et, dans son sillage, la fragmentation des marchés suivant les frontières nationales ont eu une incidence sur les conditions de financement des banques et sur leur capacité à octroyer des crédits aux sociétés non financières, notamment dans les pays comptant une forte proportion de PME tributaires des banques.

Le présent article décrit les difficultés rencontrées par les PME durant la crise et fournit une vue d'ensemble des nouveaux instruments existants ou envisageables, y compris au niveau de la zone euro, pour améliorer l'accès au financement de cette catégorie d'entreprises.

<sup>1</sup> Cf. Commission européenne, *A Recovery on the Horizon?*, *Annual Report on European SMEs 2012/2013*, DG Enterprises, 2013.

## 2 L'ACCÈS DES PME AU FINANCEMENT EN PÉRIODE DE CRISE

Compte tenu de l'importance des PME pour l'économie de la zone euro, il est primordial de déterminer si ces entreprises supportent une part disproportionnée de la réduction du levier d'endettement dans les bilans des banques. En conséquence, cet article analyse l'augmentation de l'hétérogénéité des conditions du financement bancaire des PME entre les États membres de la zone euro ces dernières années, en se fondant sur des données provenant des statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM (à savoir les taux débiteurs des banques), de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et de l'enquête sur l'accès des PME au financement (SAFE)<sup>2</sup>. Cette section analyse notamment le rôle des caractéristiques financières et non financières des entreprises dans les contraintes de financement constatées durant la crise financière récente.

### LES TAUX DÉBITEURS DES BANQUES

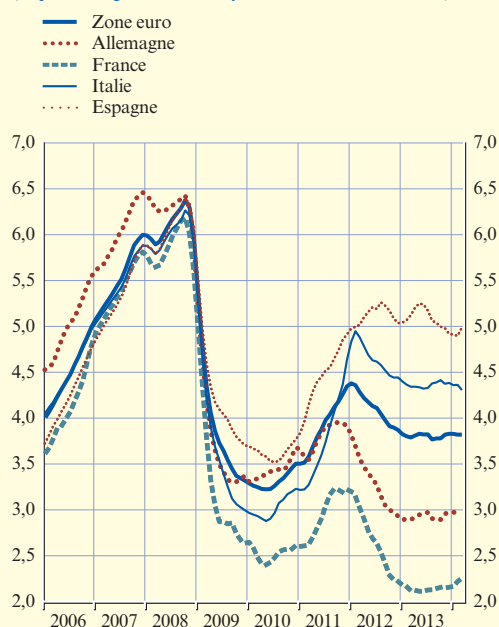
Compte tenu de l'importance du financement bancaire pour les PME, les conditions appliquées par les banques aux PME de la zone euro sont un indicateur utile du degré global d'accès au financement des petites entreprises, mesuré pour les différents pays et par rapport aux conditions de financement des entreprises plus importantes. Dans ce contexte, les conditions du financement bancaire des PME correspondent approximativement aux taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de faible montant consentis aux entreprises (à savoir les prêts d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros). Par exemple, l'évolution des taux débiteurs à court terme appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières a affiché une hétérogénéité légèrement plus marquée entre les grands pays de la zone euro au début de la crise financière en 2008-2009, tendance qui s'est encore renforcée en 2011 et 2012 (cf. graphique 1).

Cette évolution, en particulier depuis 2011, dénote des différences considérables entre les coûts de financement pour les petites entreprises situées en France et en Allemagne, d'une part, et en Italie et en Espagne, d'autre part. Ces disparités reflètent probablement des différences en termes tant d'environnement économique que de risque souverain associé et de coûts de financement respectifs des banques nationales.

De plus, la comparaison des coûts du financement bancaire pour les PME avec ceux des grandes entreprises (représentés approximativement

**Graphique 1 Taux débiteurs à court terme appliqués aux prêts aux sociétés non financières d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros dans la zone euro et les grands pays membres**

(en pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : BCE et calculs de la BCE

Notes : Les taux débiteurs à court terme sont une moyenne pondérée des prêts assortis de taux variables et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an. Les pondérations sont fondées sur les volumes de contrats nouveaux.

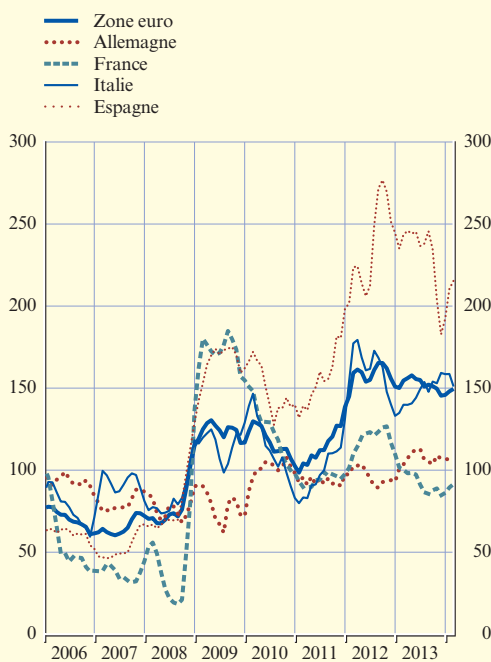
2 Les statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM fournissent des informations sur les taux débiteurs et créditeurs dans la zone euro pour différentes catégories de prêts et de dépôts. L'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire collecte des informations sur les conditions de l'offre et de la demande sur les marchés du crédit de la zone euro et couvre les prêts bancaires consentis aux entreprises et aux ménages dans la zone. L'enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro (SAFE) couvre les micro-entreprises, les petites et les moyennes entreprises ainsi que les grandes entreprises et fournit des informations sur les conditions de financement rencontrées par les PME comparées à celles des grandes entreprises.

par la catégorie des prêts aux entreprises d'un montant supérieur à un million d'euros) montre que les PME de la zone euro ont été particulièrement affectées par le creusement des écarts de taux d'intérêt bancaires dès le début de la crise et surtout en 2011, avec l'éclatement de la crise de la dette souveraine (cf. graphique 2). L'augmentation de l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de faible montant peut refléter en partie l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les coûts de financement pour les banques domiciliées dans les pays en difficulté, l'augmentation de ces coûts étant ensuite répercutée sur leur clientèle de PME sous la forme d'une hausse des taux débiteurs appliqués aux prêts de faible montant, ces emprunteurs étant excessivement dépendants du financement bancaire. L'augmentation du coût de l'emprunt pour les PME des pays en difficulté s'explique également par la détérioration globale de l'activité économique dans ces pays, qui a davantage affecté les PME que les grandes entreprises, les premières étant relativement plus tributaires de la demande intérieure. Parmi les grands pays de la zone euro, l'évolution de ces écarts de taux d'intérêt indique également que pour les entreprises italiennes et espagnoles, non seulement le niveau absolu des taux débiteurs

était nettement plus élevé que celui observé en France et en Allemagne, mais que les primes payées par les PME au-delà des taux appliqués aux grandes entreprises avaient, elles aussi, sensiblement augmenté en 2011 et 2012. Ces écarts ont commencé à se réduire seulement au second semestre 2012, dans le sillage de l'atténuation des tensions sur les marchés des obligations souveraines, tout en demeurant à des niveaux élevés tout au long de 2013, l'écart de taux pour les PME espagnoles étant le seul à s'être réduit, temporairement assez fortement<sup>3</sup>, vers fin 2013. Évaluer si, et dans quelle mesure, un accroissement plus marqué du risque de crédit individuel des petites entreprises ou bien l'incidence directe et indirecte des difficultés macroéconomiques globales et des tensions sur la dette souveraine ont déterminé ces creusements des écarts de taux d'intérêt s'avère généralement difficile si l'on se fonde sur les séries chronologiques agrégées disponibles. Il est notamment difficile de dissocier ces creusements de l'augmentation procyclique de ces écarts généralement observée lors des points bas du cycle. En dépit de cela, des données empiriques relatives au processus de répercussion des taux d'intérêt pour l'ensemble des prêts aux sociétés non financières laissent penser que dans le cas des pays en difficulté, le risque macroéconomique et le risque lié à l'emprunteur ainsi que les *spreads* souverains ont fortement contribué à la hausse des taux débiteurs appliqués aux entreprises depuis le premier trimestre 2011<sup>4</sup>.

**Graphique 2 Écart entre les taux débiteurs appliqués aux prêts de faible montant et de montant élevé consentis aux entreprises dans la zone euro et les grands pays membres**

(en points de base ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE

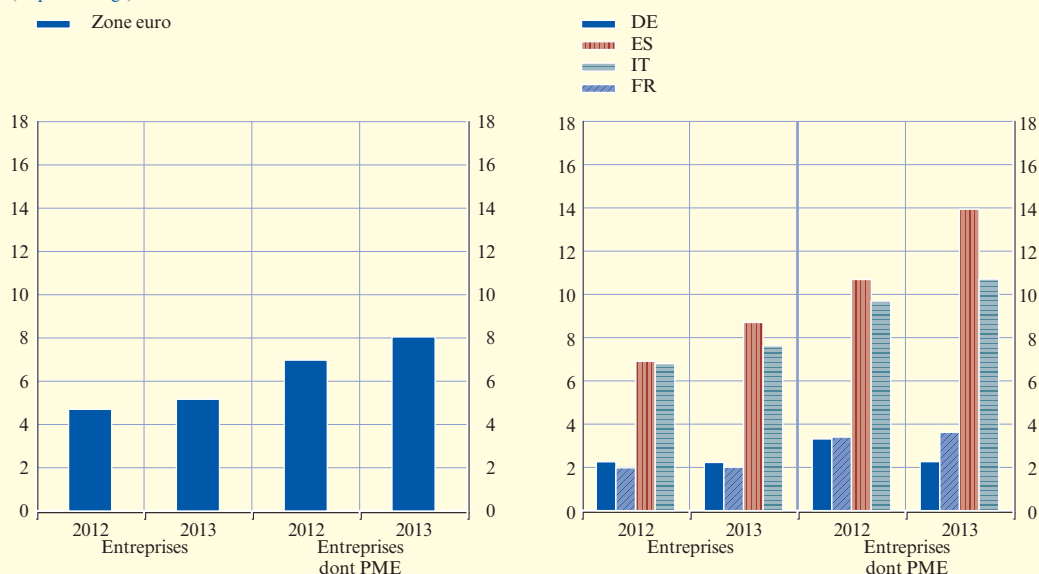
Notes : Les prêts de faible montant sont ceux dont le montant est inférieur ou égal à un million d'euros tandis que les prêts de montant élevé sont ceux dont le montant est supérieur à un million. L'agrégation est réalisée à partir des volumes de contrats nouveaux.

<sup>3</sup> Cette forte diminution temporaire de l'écart des taux d'intérêt en Espagne a résulté d'une hausse temporaire significative des taux débiteurs appliqués aux prêts de montant élevé, tandis que ceux des prêts de faible montant se sont repliés régulièrement, à un rythme modéré (cf. tableau 1).

<sup>4</sup> Cf. l'article intitulé *Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière* du *Bulletin mensuel* d'août 2013.

**Graphique 3 Ajustements de valeur des banques et provisions pour les expositions brutes domestiques aux entreprises et aux PME – zone euro et grands pays membres**

(en pourcentage)



Sources : Exercice de transparence 2013 de l'ABE ; propres calculs

Note : Ajustements de valeur et provisions pour les expositions brutes domestiques pour les banques de la zone euro couvertes par l'exercice de transparence réalisé par l'ABE en 2013 à l'échelle de la zone.

S'agissant de l'incidence de la crise financière sur l'offre de crédit à des entreprises emprunteuses spécifiques, des données empiriques indiquent que les petites entreprises tributaires des banques sont particulièrement touchées. Plus spécifiquement, les analyses empiriques pour les États-Unis montrent que les banques qui ont subi des pertes plus importantes à la suite de la crise des *subprime* ont relevé leurs taux débiteurs uniquement pour les emprunteurs dépendants des crédits bancaires<sup>5</sup>. De même, en utilisant les données prêt par prêt pour le Portugal, Iyer *et al.* ont constaté que le choc sur la liquidité interbancaire au cours de la période 2007-2009 s'était traduit par des restrictions contraignantes de l'offre de crédit, en particulier pour les petites entreprises clientes de banques qui recouraient davantage aux emprunts interbancaires avant la crise financière<sup>6</sup>. Ces données empiriques relatives à la crise financière laissent penser que l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques et sur leurs bilans a probablement eu un effet plus marqué sur les petites entreprises tributaires des banques et sur leur activité réelle, comme le montrent également les premiers éléments empiriques pour les données italiennes<sup>7</sup>.

Dans tous les cas, il faut reconnaître que les différences considérables de taux débiteurs entre les principaux pays de la zone euro et entre les différentes catégories de taille d'entreprises reflètent probablement dans une large mesure l'hétérogénéité du risque sous-jacent attaché aux engagements de prêts respectifs, indépendamment de l'origine initiale de ces risques, qu'elle soit spécifique à

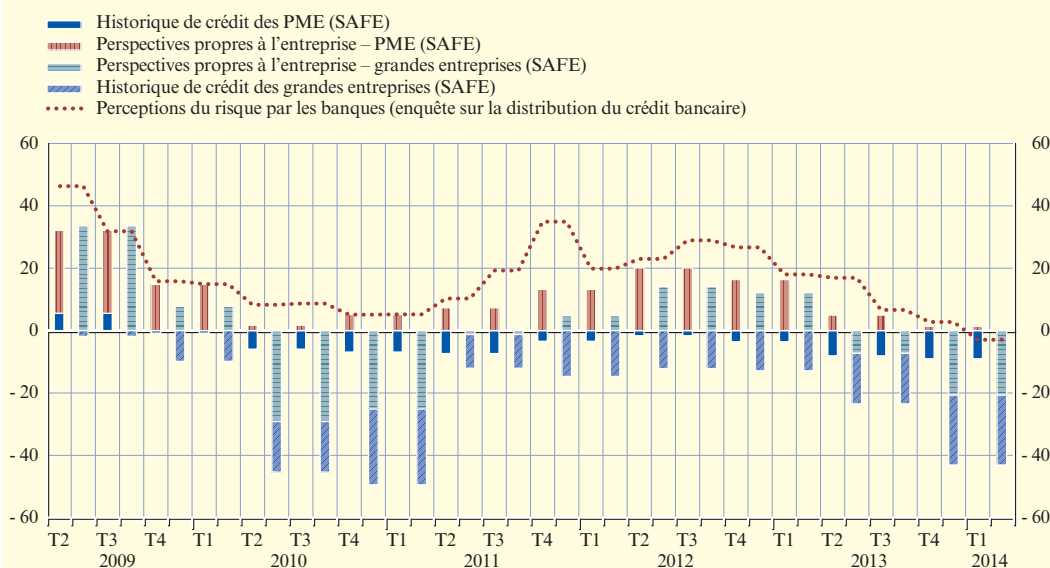
5 Cf. J.A. Santos, *Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis*, Review of Financial Studies, vol. 24, n° 6, 2011.

6 See R. Iyer, J.-L. Peydró, S. da-Rocha-Lopes et A. Schoar, *Interbank Liquidity Crunch and the Firm Credit Crunch: Evidence from the 2007-2009 Crisis*, Review of Financial Studies, vol. 27, n° 1, 2014.

7 Dans *Financial Markets, Banks' Cost of Funding, and Firms' Decisions: Lessons from Two Crises*, Institute for the Study of Labor (IZA), discussion paper n° 7872, 2013, P. Balduzzi, E. Brancati et F. Schiantarelli ont constaté, à partir d'un ensemble de données établissant une correspondance entre les banques et les entreprises pour l'Italie, que l'augmentation des CDS bancaires et la baisse des valorisations des actions bancaires de leurs prêteurs conduisaient les entreprises les plus récentes et les plus petites à réduire leurs emprunts, leurs investissements et l'emploi. Des conséquences similaires de la crise financière de 2008-2009 sur les PME aux États-Unis ont été présentées par G. Chodorow-Reich, *The employment effects of credit market disruptions: firm-level evidence from the 2008-9 financial crisis*, Quarterly Journal of Economics, vol. 129, n° 1, 2014.

**Graphique 4 Variations de la perception du risque par les banques de la zone euro vis-à-vis des entreprises et indicateurs du risque par taille d'entreprise**

(en pourcentage)



Sources : SAFE, enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire ; propres calculs

Note : Les perceptions du risque cumulées sont calculées comme des moyennes entre les trois facteurs de risque (les perspectives économiques générales, les perspectives du secteur et les perspectives propres à l'entreprise et le risque lié aux garanties exigées).

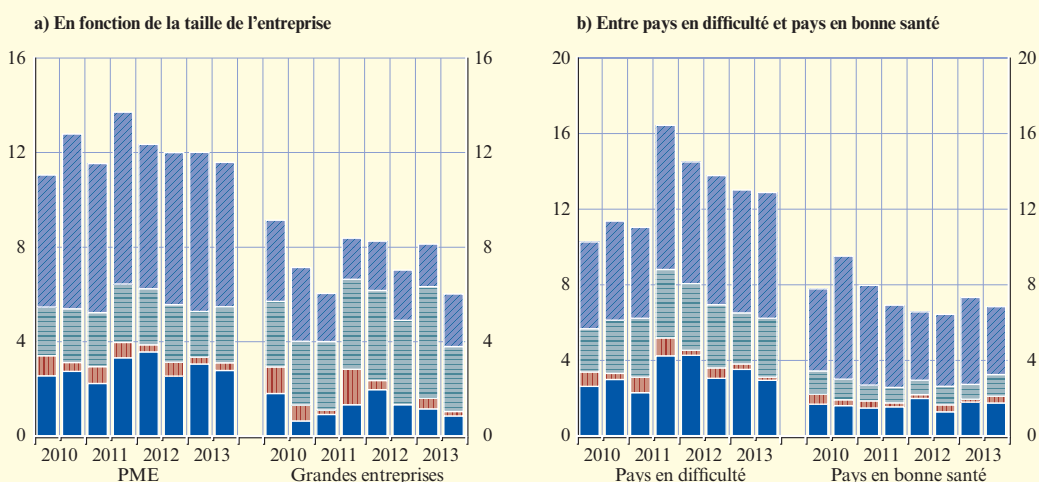
l'entreprise ou au pays. La partie droite du graphique 3 présente la ventilation entre les principaux pays de la zone euro des ajustements de valeurs et des provisions relatives aux expositions brutes domestiques aux entreprises, déclarés par les banques de la zone euro ayant participé à l'exercice de transparence 2013 de l'Autorité bancaire européenne (ABE). Les résultats ont différé considérablement entre les banques allemandes et françaises, d'une part, et italiennes et espagnoles, d'autre part, tant fin 2012 que mi-2013 (période la plus récente couverte par l'exercice). Plus spécifiquement, les ajustements de valeurs et les provisions pour expositions brutes domestiques ont fluctué autour de 2 % pour le portefeuille « *corporate* » global des banques allemandes et françaises de l'échantillon. En revanche, les chiffres ont été nettement plus élevés pour les banques italiennes, et surtout espagnoles, se situant autour de 7 % et 8 %, respectivement, pour les deux périodes.

De même, comme le montre le graphique 3 portant sur l'ensemble de la zone euro, les ajustements de valeur sur les expositions brutes domestiques ont été nettement plus élevés pour les PME figurant dans le portefeuille *corporate* des banques que pour le portefeuille *corporate* domestique global. Parmi les principaux pays de la zone euro, cette différence a été particulièrement marquée pour les banques italiennes et espagnoles (cf. la ventilation par pays dans la partie droite du graphique 3), les ajustements de valeur pour les expositions sur les PME dans le portefeuille *corporate* s'établissant à quelque 10 % pour les premières et allant jusqu'à 14 % pour les secondes. Cette situation peut se refléter en partie au travers de l'écart particulièrement important entre les taux débiteurs appliqués aux prêts de faible montant et ceux des prêts de montant élevé consentis aux entreprises pour les pays présentés dans le graphique 2. Pour les expositions aux PME non garanties et plus granulaires incluses dans le portefeuille *retail* de ces banques, les ajustements de valeur ou les provisions (non présentés ici) ont été encore plus élevés. Ainsi, ces chiffres semblent indiquer une différence intrinsèque du risque de crédit en fonction de la taille de l'emprunteur en général, qui s'intensifie dans un contexte de difficultés économiques et de crise souveraine.

## Graphique 5 Obstacles au financement rencontrés par les sociétés non financières

(en pourcentage)

- Demande refusée
- Coût jugé trop élevé
- Demande partiellement acceptée
- Emprunteurs découragés



Sources : BCE (SAFE) et calculs de la BCE

Notes : Les obstacles au financement sont définis comme la somme des pourcentages des entreprises qui ont sollicité un prêt mais dont les demandes de prêts bancaires ont été rejetées, ou qui n'ont obtenu qu'une partie limitée du montant demandé, ou qui n'ont pas contracté le prêt car les coûts d'emprunt ont été jugés trop élevés. Cela inclut également le pourcentage des entreprises qui n'ont pas sollicité de prêt par crainte d'un refus (emprunteurs découragés). Les pays en difficulté sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal. Les données ne sont pas disponibles pour Chypre et la Slovaquie qui appartiennent également à ce groupe.

Les évolutions du risque de crédit et les différences en fonction de la taille des entreprises emprunteuses ressortent également des données d'enquêtes. Les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire montrent une réapparition de la perception du risque parmi les facteurs sous-jacents mentionnés par les banques participant à l'enquête pour expliquer le durcissement de leurs critères d'octroi des crédits au niveau de la zone euro au début de la crise de la dette souveraine en 2011 (cf. graphique 4, perception du risque par les banques). Ces perceptions du risque ont ensuite diminué régulièrement dans le sillage de l'atténuation des tensions sur les marchés des obligations souveraines qui a débuté à l'été 2012. Cette évolution est globalement conforme à la hausse temporaire des taux débiteurs à court terme appliqués aux prêts de faible montant consentis aux sociétés non financières en 2011 et à la baisse qui a suivi en 2012 (comme le montre le graphique 1). Dans le même temps, les données tirées de l'enquête sur l'accès des PME au financement (SAFE) reflètent globalement la perception qu'ont les banques du risque de crédit des entreprises, avec des différences sensibles en fonction de la taille de celles-ci (cf. graphique 4, les barres représentant les perspectives propres à l'entreprise et son historique de crédit). Plus spécifiquement, les perspectives propres à l'entreprise et l'historique de crédit ont été des facteurs dont l'incidence sur les conditions d'emprunt des grandes entreprises a été systématiquement plus faible que sur celles des PME. Ces différences en fonction de la taille des entreprises ont été particulièrement prononcées dans le cas des historiques de crédit, indiquant des différences structurelles plus profondes s'agissant du risque de crédit pour les entreprises de la zone euro en fonction de leur taille.

### LES OBSTACLES AU FINANCEMENT ET LES CARACTÉRISTIQUES DES PME

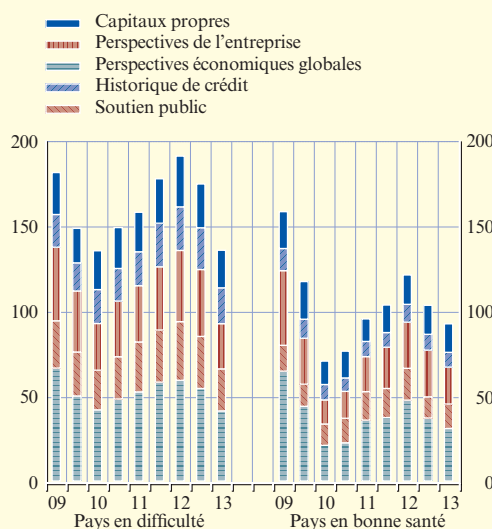
La partie a) du graphique 5 présente un indicateur composite des obstacles au financement, calculé à partir des données de l'enquête SAFE pour les PME et les grandes entreprises dans



la zone euro. Il a été fréquemment utilisé pour identifier les entreprises ayant des difficultés à accéder au crédit bancaire<sup>8</sup>. Depuis le démarrage de l'enquête, 12 % des PME en moyenne ont fait état d'obstacles au financement, tandis que le chiffre se situe autour de 8 % pour les grandes entreprises. Le niveau et la nature des obstacles au financement ont été relativement hétérogènes entre les deux groupes d'entreprises. La dernière enquête, qui porte sur la période allant d'octobre 2013 à mars 2014, indique que le pourcentage de PME n'ayant pas sollicité un prêt bancaire par crainte d'un refus s'est établi à 6 %, contre 2 % pour les grandes entreprises (barre bleue striée dans le graphique 5)<sup>9</sup>. 3 % des PME ont fait état d'un refus pur et simple de leur demande de prêt contre 1 % des grandes entreprises (barre bleue dans le graphique 5). Dans le même temps, un pourcentage important d'entreprises n'ont pas présenté de demande de prêt en raison d'une capacité d'autofinancement suffisante (47 % des PME et 48 % des grandes entreprises) ou pour d'autres raisons (22 % des PME et 12 % des grandes entreprises). Les PME des pays en difficulté ont évidemment plus souffert, proportionnellement, que celles des pays en bonne santé (cf. graphique 5, partie b)<sup>10</sup>.

**Graphique 6 Facteurs dont la détérioration a une incidence sur l'accès au financement externe dans les pays de la zone euro en difficulté et dans les pays en bonne santé**

(en pourcentage de toutes les entreprises interrogées ; moyennes pondérées)



Sources : BCE (SAFE) et calculs de la BCE

Notes : Les pays en difficulté sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal. Les données ne sont pas disponibles pour Chypre ou la Slovaquie qui appartiennent également à ce groupe.

S'agissant des facteurs affectant l'accès au financement externe, les données d'enquêtes établissent une distinction entre les facteurs liés aux caractéristiques des entreprises, tels que l'historique de crédit, leurs fonds propres et leurs perspectives en termes de ventes, de rentabilité et de plans d'activité, et les facteurs externes, tels que l'activité économique générale telle qu'elle est perçue par les entreprises et l'importance de l'accès aux aides publiques, y compris les garanties. Dans les pays en difficulté, davantage d'entreprises ont déclaré que la détérioration de ces facteurs avait une incidence sur l'accès au financement externe (cf. graphique 6). Dans ces pays, plus de 50 % des entreprises interrogées ont déclaré que les perspectives économiques globales étaient un facteur important, suivies par leurs propres perspectives (36 %). Dans les pays en bonne santé, les pourcentages sont inférieurs, s'établissant à 37 % et 24 % des entreprises, respectivement. Les historiques de crédit jouent un rôle plus important pour les entreprises des pays en difficulté (22 %) que pour celles des pays en bonne santé (10 %), reflétant les différences en termes de risque de crédit sous-jacent. L'évolution de ces facteurs au fil du temps suit étroitement les différentes phases de la crise de la dette souveraine.

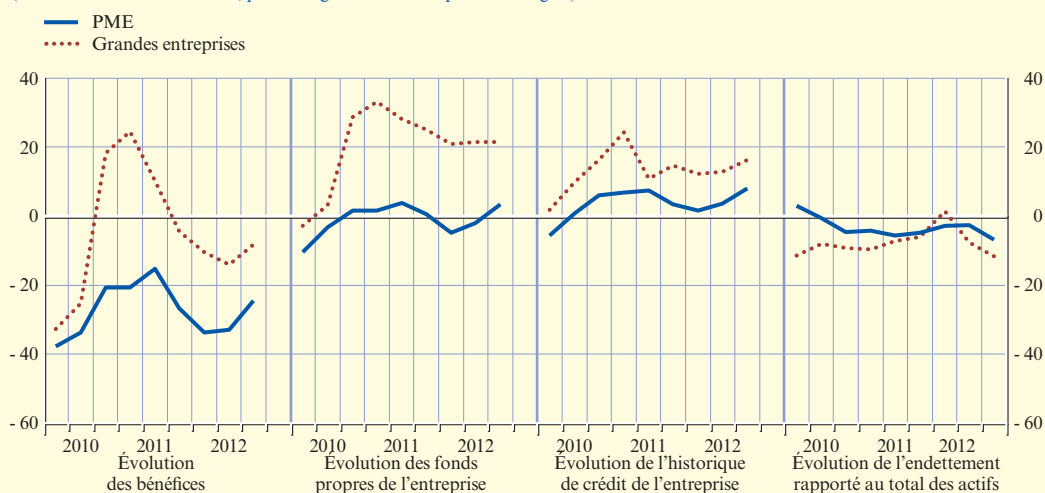
8 Les obstacles au financement sont définis comme la somme des pourcentages des entreprises ayant sollicité un prêt mais dont la demande a été rejetée, ou qui n'ont obtenu qu'une partie du montant demandé, ou qui n'ont pas contracté le prêt car les coûts d'emprunt ont été jugés trop élevés. Cela inclut également le pourcentage des entreprises qui n'ont pas sollicité de prêt par crainte d'un refus (emprunteurs découragés). L'enquête comporte également une mesure des contraintes financières perçues établie à partir des réponses directes des entreprises à la question de savoir si l'accès au financement fait partie de leurs problèmes les plus pressants. Cet indicateur n'est pas utilisé dans le présent article.

9 Pour une analyse des caractéristiques des emprunteurs découragés et de leur importance pour la transmission de la politique monétaire, cf. A. Popov, *Monetary policy, bank capital and credit supply: a role for discouraged and informally rejected firms*, Working Paper 1593, BCE, 2013.

10 Pour une analyse plus détaillée, cf. l'article thématique *Divergence in financing conditions of small and medium-sized enterprises (SMEs) in the euro area* de la publication *Financial integration in Europe*, BCE, avril 2014.

## Graphique 7 Santé financière des PME de la zone euro par rapport aux grandes entreprises

(au cours des six derniers mois ; pourcentages nets des entreprises interrogées)



Sources : BCE (SAFE) et calculs de la BCE

En particulier, les entreprises ont fait état d'une atténuation de ces facteurs dans l'enquête portant sur la période allant d'octobre 2013 à mars 2014, après le pic de la crise observé durant l'été 2012 et l'atténuation ultérieure des tensions sur les marchés des obligations souveraines. Des différences subsistent entre les deux groupes de pays, reflétant des divergences persistantes entre pays en termes de perspectives économiques et de perspectives propres à l'entreprise ainsi que la poursuite de la fragmentation des marchés.

Bien que s'atténuant, l'incidence des tensions financières récentes et de la crise de la dette souveraine, aggravée par la récession, a fortement accru le risque de crédit, qui constitue un frein puissant à l'offre de prêts. Cela a été particulièrement le cas pour les PME, dont la solvabilité et la santé financière se sont détériorées plus fortement que celles des grandes entreprises. En effet, selon les résultats d'enquêtes, les bénéfices des PME, leurs volants de liquidité et leurs fonds propres ont évolué moins favorablement que ceux des grandes entreprises durant la crise, aggravant leur fragilité financière (cf. graphique 7).

Comme cela est largement documenté dans les analyses théoriques et empiriques des contraintes financières, il existe un lien entre les obstacles financiers rencontrés par les entreprises et leur situation financière, en particulier leur fragilité financière<sup>11</sup>. Les résultats montrent fréquemment que les entreprises fortement endettées, celles dégagant peu de bénéfices et celles ayant de faibles montants de garanties à leur disposition ont plus difficilement accès au financement externe. La taille et la structure du capital de l'entreprise ont également une importance à cet égard<sup>12</sup>. L'encadré 1 présente une étude empirique fondée sur un échantillon de PME de la zone euro qui confirme ces résultats et met en évidence les différences entre une sélection de pays de la zone euro.

11 Pour une analyse de la littérature, cf. F. Silva et C. Carreira, *Measuring firms' financial constraints: a rough guide*, Estudos do GEMF n° 14, 2012.

12 De précédentes études montrent que les entreprises privées (O. Brav, *Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm*, *Journal of Finance* 64, 2009), les petites entreprises (A. N. Berger et G.F. Udell, *Small Business and Debt Finance* dans *Handbook of Entrepreneurship Research*, Kluwer Academic Publishers, Royaume-Uni, 2003) et les jeunes entreprises (J.D. Rauh, *Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans*, *Journal of Finance* 61, 2006 ; et C.E. Fee, C.J. Hadlock et J.R. Pierce, *Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms*, *Review of Financial Studies* 22, 2009) sont confrontées à des contraintes différentes et souvent plus sévères que les grandes entreprises.

## Encadré I

## INCIDENCE DE LA SITUATION FINANCIÈRE DES PME SUR LES OBSTACLES AU FINANCEMENT

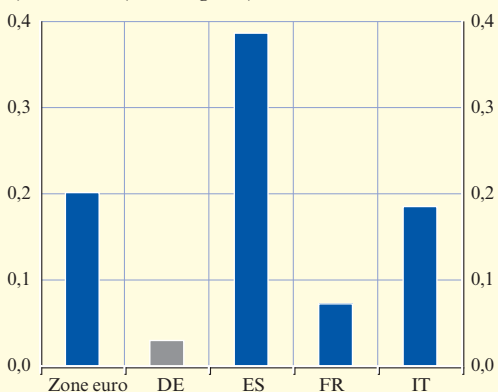
En exploitant un sous-ensemble de PME de l'enquête SAFE, pour lesquelles des informations financières sont disponibles, l'indicateur d'obstacles financiers présenté dans le graphique est régressé sur une série de caractéristiques financières (rentabilité, liquidité, endettement et charges d'intérêts) et non financières (âge, taille), qui sont couramment utilisées dans la littérature pour évaluer si les entreprises subissent des contraintes financières. Des variables supplémentaires sont intégrées pour tenir compte de la détention du capital de l'entreprise, de l'année, ainsi que du pays et du secteur dans lesquels elle se situe. Le graphique présente les effets marginaux des différentes variables, montrant leur incidence sur l'échantillon relatif à l'ensemble de la zone euro ainsi que sur certains pays choisis. Le graphique confirme que les entreprises affichant un endettement plus élevé et des bénéfices faibles sont plus susceptibles que les autres de rencontrer des obstacles au financement, de même que les entreprises disposant de moins de liquidité et de garanties. Les entreprises faisant face à des charges d'intérêt plus élevées rencontrent également davantage de contraintes financières. L'importance des effets marginaux est différente selon les pays : en Espagne et en Italie, la situation financière des entreprises est un élément beaucoup plus significatif qu'en Allemagne et en France pour déterminer si elles font face à des contraintes financières<sup>1</sup>.

1 La première variable d'endettement est le ratio dette financière/total des actifs ; les charges d'intérêts sont définies comme le ratio paiements d'intérêts/bénéfices avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions sur immobilisations auquel on ajoute le ratio recettes financières/total des actifs. La marge bénéficiaire se définit comme le ratio bénéfices ou pertes de la période rapportés aux ventes ; les encaisses liquides comme la trésorerie et les équivalents de trésorerie/total des actifs ; la tangibilité est le ratio immobilisations corporelles/total des actifs. Le modèle prend également en compte les variables muettes de taille (avec le logarithme du total des actifs), d'âge, de secteur et de pays lorsqu'on le régresse sur la zone euro. Il comprend également des variables muettes relatives à la détention du capital (si l'entreprise est détenue par une famille ou par un entrepreneur). Toutes les variables basées sur des comptes financiers sont décalées pour réduire les problèmes d'endogénéité. Pour une analyse comparable sur la base de l'enquête SAFE, cf. A. Ferrando et K. Mulier, *Firms' financing constraints : do perceptions match the actual situation?*, Working Paper de la BCE n° 1577, août 2013.

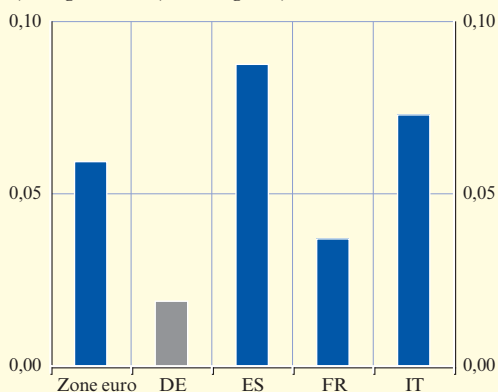
## Obstacles au financement des PME et déterminants des entreprises

(coefficients statistiquement significatifs en bleu ; coefficients non significatifs en gris)

a) Endettement (effets marginaux)



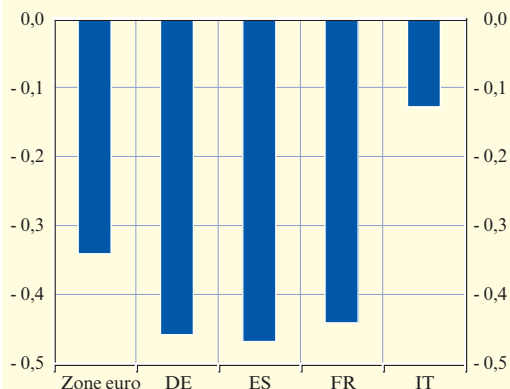
b) Charge d'intérêts (effets marginaux)



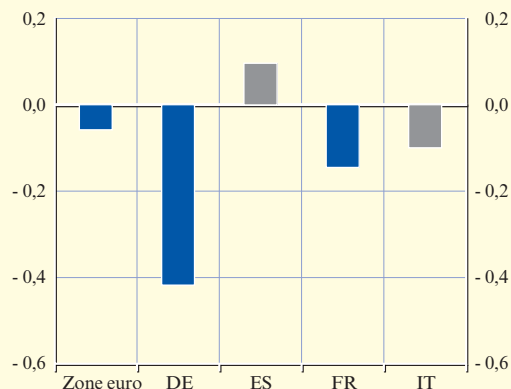
## Obstacles au financement des PME et déterminants des entreprises (suite)

(coefficients statistiquement significatifs en bleu ; coefficients non significatifs en gris)

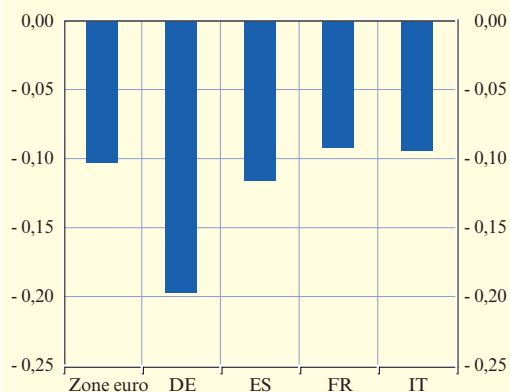
c) Encaisses liquides (effets marginaux)



d) Marge bénéficiaire (effets marginaux)



e) Tangibilité (effets marginaux)



Sources : BCE (enquête SAFE) et AMADEUS (Bureau van Dijk) ; calculs de la BCE

Notes : l'analyse des déterminants des obstacles au financement des entreprises se fonde sur un modèle probit dans lequel la variable dépendante est constituée des obstacles au financement auxquels sont confrontées les entreprises de l'échantillon de l'enquête SAFE ayant déposé une demande de prêt. La variable est une variable muette qui prend la valeur 1 lorsqu'une entreprise a déposé une demande de prêt, mais que sa demande a été refusée, ou qu'elle a reçu une partie seulement du montant demandé ou qu'elle a renoncé au prêt car les coûts d'emprunt étaient trop élevés. De plus, elle comprend également les cas où les entreprises n'ont pas demandé de prêt par crainte d'un refus (emprunteurs découragés). L'analyse probit est réalisée sur un sous-ensemble d'entreprises dans onze pays de la zone euro (Belgique, Allemagne, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande) pour lesquels des informations financières sont disponibles sur la période allant de 2010 à 2013 (vagues 3 à 8 de l'enquête). Le nombre d'observations pour l'ensemble de l'échantillon s'élève à 14 000.

### 3 LES SOURCES DE FINANCEMENT ALTERNATIVES POUR LES PME ET INITIATIVES DE L'EUROSISTÈME

Le secteur des PME de la zone euro varie d'une juridiction et d'un secteur à l'autre, ainsi qu'en termes de taille, de rentabilité et de perspectives de croissance. Compte tenu de l'hétérogénéité inhérente à ce secteur, plusieurs instruments et options de financement doivent être pris en considération afin de répondre aux besoins des différentes PME et des prêteurs ou investisseurs. Cela signifie également que toute politique destinée à favoriser un accès plus large des PME au financement pourrait englober tant une action concertée des États membres à l'échelle de l'UE, que des initiatives nationales (et régionales), et être axée aussi bien sur le canal bancaire, qui demeurera important pour le financement des PME, que sur le canal non bancaire. D'une manière générale, en fonction du stade de développement d'une PME donnée, les meilleures stratégies de soutien au financement peuvent varier d'une juridiction à l'autre.

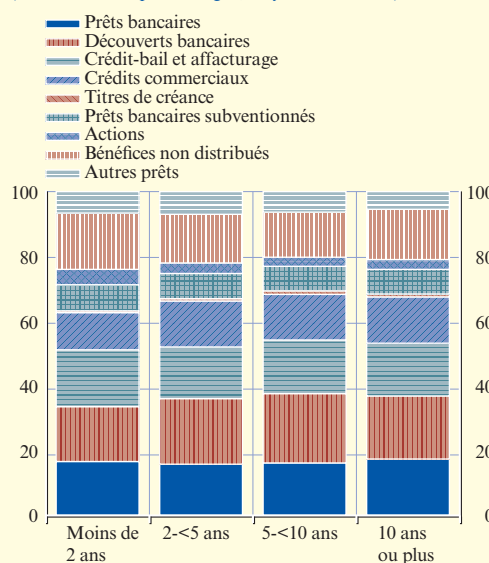
En général, les PME sont perçues comme présentant un risque particulièrement élevé au cours des premiers stades de leur développement, lorsqu'elles sont souvent incapables de générer des flux de trésorerie suffisants pour couvrir le service de leur dette. Au cours de ces premiers stades, le capital des PME est levé soit auprès du propriétaire soit auprès de sa famille et de ses amis. Lorsque cela est possible, les PME se tournent également vers les investisseurs en actions, tels que les investisseurs providentiels (*business angels*) et les sociétés de capital-risque, pour obtenir des financements. À un stade de développement plus avancé, elles sont en mesure de fournir un historique et des garanties. Par conséquent, les risques diminuent pour les investisseurs et les intermédiaires financiers deviennent les principaux interlocuteurs, mais les entreprises sont également susceptibles d'entrer en bourse.

En effet, d'après les informations disponibles issues de l'enquête SAFE, les divers instruments financiers sont utilisés différemment en fonction de l'âge et de la taille de l'entreprise (au fur et à mesure qu'elle gagne en maturité et en taille, son accès aux sources externes de financement s'élargit). Au cours des premiers stades de développement des PME, le recours aux prêts et aux découverts bancaires est plus répandu, les entreprises étant capables de nouer avec les banques des relations permettant de remédier à l'asymétrie d'information typiquement liée à des historiques de résultats courts<sup>13</sup>. Toutefois, au fur et à mesure que leur taille augmente, elles ont accès à une plus grande diversité d'instruments et la contribution globale des prêts bancaires devient légèrement moins importante (cf. graphiques 8 et 9). En outre, les prêts bancaires subventionnés et d'autres prêts consentis par des sociétés liées ou par des particuliers (famille et amis) jouent un rôle important pour les entreprises jeunes et de petite taille, alors que le recours aux bénéfices non distribués et aux crédits commerciaux est plus fréquent lorsque les entreprises gagnent en maturité.

Les différences dans l'utilisation des divers instruments de financement se manifestent également d'un pays à l'autre (cf. graphique 10). Par exemple, le crédit bancaire est en moyenne plus répandu parmi les PME françaises, tandis que les entreprises italiennes et espagnoles ont plus souvent recours aux crédits commerciaux et aux prêts bancaires subventionnés<sup>14</sup>. Le crédit-bail, en revanche, est un instrument financier beaucoup plus développé parmi les PME allemandes.

**Graphique 8 Utilisation d'instruments de financement par les PME de la zone euro selon leur âge**

(contributions en pourcentages ; moyenne 2009-2013)



Sources : Enquête SAFE et calculs de la BCE.

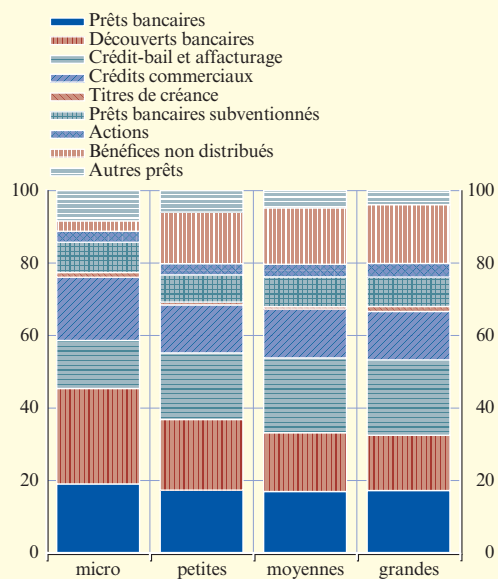
Note : Les barres représentent la somme des pourcentages des PME ayant déclaré l'utilisation de l'un des instruments précités entre 2009 et 2013.

13 Cf. également Chavis *et al.*, *The Impact of the Business Environment on Young Firm Financing*, Policy Research Working Paper series, Banque mondiale, 2010.

14 Les dispositifs de garantie des crédits sont largement utilisés dans les différentes économies et sont un outil important d'atténuation des contraintes financières qui pèsent sur les PME et sur les *start-ups*. Pour un examen des mesures supplémentaires prises par plusieurs pays de la zone euro durant la crise pour soutenir le financement des PME, cf. l'étude spéciale intitulée *Divergence in financing conditions of small and medium-sized enterprises (SMEs) in the euro area* du rapport de la BCE sur l'intégration financière en Europe (*Financial integration in Europe*), 2014.

**Graphique 9 Utilisation d'instruments de financement par les sociétés non financières de la zone euro selon leur taille**

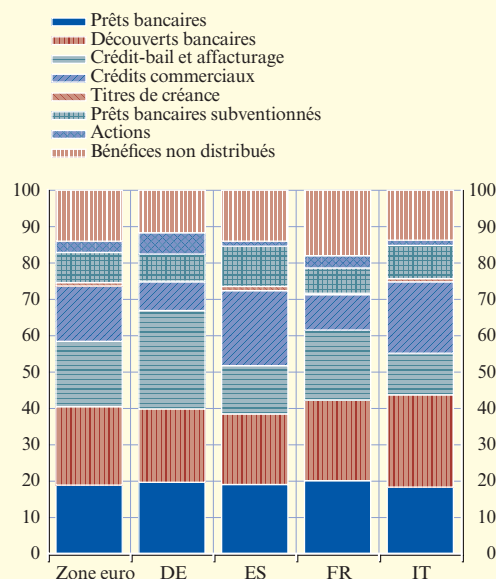
(contributions en pourcentages ; moyenne 2009-2013)



Sources : Enquête SAFE et calculs de la BCE.  
 Note : Les barres représentent la somme des pourcentages des sociétés non financières ayant déclaré l'utilisation de l'un des instruments précités entre 2009 et 2013.

**Graphique 10 Utilisation d'instruments de financement par les PME dans certains pays de la zone euro**

(contributions en pourcentages ; moyenne 2009-2013)



Sources : Enquête SAFE et calculs de la BCE.  
 Note : Les barres représentent la somme des pourcentages des PME ayant déclaré l'utilisation de l'un des instruments précités entre 2009 et 2013.

En particulier, d'après une enquête de la Commission européenne<sup>15</sup>, en 2011, au moins 50 % des PME allemandes ont eu recours au crédit-bail, à la location-vente ou à l'affacturage, et environ 40 % en France, tandis que la proportion a été relativement plus faible (environ 25 %) en Espagne et en Italie. S'agissant des raisons qui incitent les entreprises à recourir au crédit-bail, les considérations de prix (par rapport à d'autres formes de financement) semblent être le principal facteur<sup>16</sup>.

Il est intéressant de noter que les raisons de recourir au crédit-bail varient en fonction des catégories de taille d'entreprises. Par exemple, les entreprises de taille intermédiaire s'attachent, semble-t-il, à des considérations de prix, de meilleure gestion du flux de trésorerie et d'absence d'obligation de fournir des garanties. En revanche, les micro-entreprises considèrent, à côté des considérations de prix, les avantages fiscaux comme étant les principales raisons de privilégier le crédit-bail.

La possibilité pour les PME de se tourner vers d'autres sources externes de financement est encore plus limitée lorsque leur accès aux prêts bancaires est restreint. Toutefois, les données empiriques (cf. encadré 2) indiquent que, entre 2009 et 2013, les entreprises en proie à des contraintes financières ont tenté de remplacer les prêts bancaires par d'autres types de prêts consentis par des particuliers (famille et amis, par exemple) ainsi que par des sociétés liées et des actionnaires. Elles ont également eu tendance à recourir aux crédits commerciaux, tandis que les instruments de marché ou même les subventions ou prêts subventionnés étaient moins répandus. L'analyse présentée dans l'encadré n'envisage pas explicitement le financement participatif, ou *crowdfunding* (même si la catégorie

15 Commission européenne, *SMEs' Access to Finance Survey 2011*, 2011  
 16 Oxford Economics, *The Use of Leasing Amongst European SMEs*, rapport préparé pour Leaseurope, novembre 2011, et H. Kraemer-Eis et F. Lang, *The importance of leasing for SME financing*, EIF WP 15, 2012.

« famille et amis » pourrait l'inclure en partie), qui est en passe de devenir un nouveau type de financement de marché susceptible de stimuler la reprise économique en orientant les capitaux vers les PME. Le terme de finance participative décrit généralement un mode de financement permettant de récolter de petites sommes d'argent auprès d'un grand nombre de personnes ou d'organisations afin de financer un projet, une activité ou un prêt personnel, ou d'autres besoins. Il fonctionne le plus souvent *via* une plateforme internet en ligne. En dépit de la croissance rapide du marché, le financement participatif est encore pratiqué à petite échelle. Selon une étude récente de l'OICV, le montant total recueilli par ce biais représente environ 6,4 milliards de dollars <sup>17</sup>.

Les différences constatées en termes d'accès et de recours à divers instruments financiers signifient que la mise en œuvre de politiques différentes par des autorités publiques différentes, et avec des avantages différents devrait dans l'idéal être coordonnée. Ainsi, les instruments et options potentiels doivent, idéalement, couvrir plusieurs aspects, comme le renforcement du rôle du crédit-bail, de l'affacturage, du capital-investissement et des mini-obligations, ainsi que le développement de l'accès des entreprises de plus petite taille aux marchés boursiers, en complément de l'activité traditionnelle de prêt bancaire pour élargir l'accès des PME au financement. Plusieurs initiatives sont en cours dans ces domaines, comme l'indique la section 4 ci-après.

17 Cf. *Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast*, OICV, février 2014.

## Encadré 2

### L'UTILISATION DE SOURCES ALTERNATIVES DE FINANCEMENT PAR LES PME AU COURS DE LA CRISE FINANCIÈRE

À la suite des travaux de Casey et O'Toole <sup>1</sup>, l'utilisation de quatre sources spécifiques de financement externe (les crédits commerciaux ; les autres prêts, qu'ils soient informels ou provenant d'une société liée ; le financement de marché, qui comprend l'émission d'obligations, les fonds propres apportés par les propriétaires ou par des investisseurs extérieurs et les prêts subordonnés ; les subventions et les prêts subventionnés) est régressée sur l'indicateur « obstacles » au financement et sur une série de variables de contrôle. Les variables dépendantes sont définies comme des variables catégoriques qui prennent la valeur 1 si l'entreprise a eu recours à une source spécifique de financement au cours des six mois précédents et la valeur 0 dans les autres cas. Les variables de régression tiennent compte de la taille, de l'âge, du secteur et des variables, résumant les conditions d'exploitation de l'entreprise, le climat macroéconomique d'ensemble et les frictions sur les marchés financiers.

Le tableau retrace les effets marginaux des différentes caractéristiques des entreprises sur l'utilisation de sources alternatives de financement. En démarrant de la première colonne, l'on constate que les entreprises subissant des contraintes financières sont plus enclines, à hauteur de 7 %, à utiliser les crédits commerciaux et, à hauteur de 20 %, à recourir aux fonds provenant d'amis, de la famille ou de sociétés liées. Rien n'indique que les entreprises subissant des contraintes financières remplacent les prêts par des instruments de marché, des subventions ou des prêts subventionnés. Ce dernier résultat est quelque peu surprenant puisque la mesure

1 Cf. E. Casey et C. O'Toole, *Bank-lending constraints and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs*, Working Paper de l'ESRI n° 450, 2013. Ces auteurs parviennent à la conclusion que les entreprises subissant des contraintes de financement sont plus enclines à utiliser des crédits commerciaux, des prêts informels, des prêts d'autres entreprises et des subventions ou des prêts subventionnés.

la plus répandue mise en œuvre par les gouvernements au cours de la crise financière consistait précisément en des dispositifs de garantie des crédits. Le principal objectif de ces mesures était d'inciter les banques à réactiver leurs facilités de prêt, réduisant ainsi les risques supplémentaires induits sur leurs bilans par l'octroi de nouveaux crédits. Ce résultat empirique est peut-être lié au fait que les intermédiaires financiers sont directement impliqués dans le choix des entreprises éligibles ; par conséquent, les entreprises auxquelles des prêts bancaires avaient déjà été refusés ont peut-être rencontré des difficultés pour poser leur candidature à ces dispositifs. En outre, les entreprises subissant des contraintes financières situées dans des pays en difficulté ont rencontré plus de problèmes pour accéder aux sources alternatives de financement, comme le montre le coefficient négatif mais statistiquement significatif sur le terme d'interaction <sup>2</sup>.

#### Effets des contraintes de financement sur l'utilisation de sources alternatives de financement

(effets marginaux ; en pourcentages)

	Crédits commerciaux	Statistiquement significatif	Autres crédits (informels ou provenant d'une autre entreprise)	Statistiquement significatif	Financement de marché	Statistiquement significatif	Subventions et prêts subventionnés	Statistiquement significatif
Obstacles au financement <sub>t-1</sub>	7	***	20	**	6		5	
Obstacles au financement <sub>t-1X</sub>								
Pays en difficulté	-6	*	-12	**	-8		-4	
Petites entreprises	6	***	3	***	-2		8	***
Moyennes entreprises	6	***	8	**	-1		14	***
Âge > 10 ans	2		1	***	1		-3	*
Entreprise familiale	4	**	-10	**	1		3	
Secteur manufacturier et minier	10	***	3	***	5	**	-1	
Construction et immobilier	9	***	0	***	2		4	*
Commerce de gros et de détail	6	***	0		-2		0	
Perspectives économiques d'ensemble	3	*	4	***	8	***	10	***
Croissance des bénéfices	6	***	2		-1		1	
Pays en difficulté	32	***	17	***	11	***	11	***

Sources : Enquête SAFE et calculs de la BCE

Notes : L'estimation est basée sur un modèle probit avec sélection d'échantillon à effets aléatoires assorti d'erreurs standards robustes agrégées. Elle est réalisée pour onze pays de la zone euro (Belgique, Allemagne, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande) entre 2009 et 2013. Les pays en difficulté sont : l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal. La variable dépendante est une variable catégorique qui prend la valeur 1 si l'entreprise a utilisé une source spécifique de financement au cours des six mois précédents. Les variables de régression supplémentaires non reprises dans le tableau sont les suivantes : croissance du PIB et rendements des emprunts publics à dix ans. Les étoiles indiquent l'aspect statistiquement significatif : \*p<0,10, \*\*p<0,05 et \*\*\*p<0,01.

2 Dans un discours récent (2013), Benoît Cœuré a souligné que certaines mesures de soutien des autorités publiques visant à faciliter l'accès des PME au financement avaient difficilement atteint les objectifs fixés.

## LES OUTILS ET LES INITIATIVES DE L'EUROSISTÈME

L'Eurosystème dispose de divers outils qui contribuent actuellement à rétablir le fonctionnement normal du mécanisme de transmission de la politique monétaire, ce qui facilite également le financement des PME. Le système financier de la zone euro reposant dans une large mesure sur les banques, les taux débiteurs bancaires sont le principal canal par lequel les impulsions de politique monétaire de la BCE influent sur l'économie réelle. Par sa mise en œuvre de la politique monétaire, l'Eurosystème contrôle les taux d'intérêt à très court terme. Les variations de ces taux se transmettent ensuite à d'autres taux d'intérêt et sont donc un déterminant important du coût du financement bancaire dans la zone euro. En temps normal, l'Eurosystème met en œuvre la politique monétaire à l'aide d'opérations d'apport de liquidité d'une durée d'une semaine et de trois mois. Il a également effectué des opérations à plus long terme durant la crise, notamment deux opérations de refinancement d'une durée de trois ans en décembre 2011 et en février 2012. Ces opérations ont permis de faciliter le financement des PME, par un apport de fonds à plus long terme pour les banques, dont l'échéance correspondait davantage à celle des prêts bancaires.



En outre, le dispositif de garanties de l'Eurosystème permet le recours à une large gamme d'actifs en garantie de ses opérations de liquidité. La disponibilité des garanties contribue à déterminer la capacité des contreparties à obtenir un financement auprès de la banque centrale. Dans le même temps, des mesures de réduction des risques sont également nécessaires afin de protéger le bilan de l'Eurosystème à tous les stades du cycle économique.

Les prêts consentis aux PME peuvent constituer des garanties éligibles aux opérations de l'Eurosystème et ce, de plusieurs manières. Premièrement, les créances privées sont des garanties éligibles, à condition qu'elles remplissent certains critères. Les créances privées sont actuellement l'une des principales catégories d'actifs remis en garantie de opérations de liquidité de l'Eurosystème, soit environ 316 milliards d'euros après décote (à fin mai 2014). Le montant total a varié au cours du temps ; il est actuellement inférieur de 25 % environ au point haut qu'il avait atteint au deuxième trimestre 2012, mais supérieur de quelque 25 % à son niveau de fin 2008. Les prêts accordés aux sociétés non financières (SNF), y compris aux PME, constituent un sous-ensemble de ce montant total et représentent 56 milliards d'euros environ. Le reste correspond aux prêts consentis aux entités du secteur public et diverses entités. Ils sont répartis sur plus de 160 000 prêts individuels, allant de très faibles montants à des montants supérieurs à 2 milliards d'euros, les prêts de faible montant étant très probablement ceux consentis aux PME. Les prêts d'un montant inférieur à 1 million d'euros représentent environ 70 % de l'ensemble des créances privées sur les SNF acceptées en garantie.

Deuxièmement, les prêts aux PME peuvent également être intégrés au gisement de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS) liés aux PME, qui sont eux aussi une catégorie d'actifs mobilisables. Les ABS-PME éligibles représentaient 57,8 milliards d'euros en valeur nominale (à fin mai 2014). Récemment, les prêts consentis aux PME sont également entrés dans la composition du panier de sûretés d'une obligation sécurisée structurée, admise elle aussi en garantie des opérations de l'Eurosystème, ainsi que dans celle d'obligations sécurisées du secteur public, dont le gisement d'actifs est constitué de prêts aux PME garantis par l'État, éligibles eux aussi aux opérations de l'Eurosystème. Troisièmement, les obligations des sociétés non financières sont également acceptées en garantie, même s'il est très probable qu'elles soient émises par des entreprises de taille intermédiaire, outre les grandes entreprises, plutôt que par des petites sociétés. Enfin, depuis février 2012, le dispositif (temporaire) relatif aux créances privées supplémentaires (ACC) est en place, grâce auquel d'autres créances performantes, notamment les autres prêts consentis aux SNF et aux PME, peuvent être remis en garantie auprès des banques centrales nationales participantes<sup>18</sup>. À fin mai 2014, cette catégorie représentait environ 62 milliards d'euros. Le montant total se compose de prêts aux SNF (environ 29 %), de prêts au secteur public et de prêts aux ménages. La taille médiane de chaque ACC est de quelque 127 000 euros.

En outre, l'Eurosystème a abaissé, en décembre 2011 et de nouveau en juin 2012, ses exigences minimales de notation de certains ABS, notamment ceux adossés à des prêts aux PME. Le 18 juillet 2013, dans un contexte d'amélioration significative de la transparence grâce aux obligations d'information prêt par prêt pour les ABS (cf. l'encadré 3 pour les ABS-PME), le Conseil des gouverneurs a décidé d'introduire des mesures destinées à réduire les exigences minimales en matière de notation et de décote des ABS<sup>19</sup>. Plus particulièrement, le seuil de la note de crédit à l'émission pour les ABS soumis

18 Contrairement aux créances recensées dans le dispositif permanent de garanties, le dispositif ACC est un régime de non-partage des risques qui accepte également les prêts performants ne répondant pas aux critères d'éligibilité définis dans la liste unique (par exemple, une probabilité de défaut légèrement plus élevée pour les actifs sous-jacents).

19 Ces modifications ont introduit *de facto* dans le dispositif permanent de garanties des titres que le dispositif temporaire mis en place en décembre 2011 avait rendus éligibles. Toutefois, les ABS assortis d'au moins deux notations triple B continuent d'être admis dans le dispositif temporaire uniquement. En outre, pour pouvoir être éligibles, les ABS doivent toujours être notés par au moins deux agences de notation.

Encadré 3

**ENSEIGNEMENTS TIRÉS DES INFORMATIONS PRÊT PAR PRÊT POUR LES ABS DES PME**

La décision d'introduire des obligations d'information prêt par prêt pour les ABS annoncée fin 2010 par l'Eurosystème constitue une mesure essentielle en vue d'améliorer, pour l'Eurosystème et les intervenants de marché, la transparence et la disponibilité des ABS utilisés en garantie. Les obligations d'information prêt par prêt doivent être respectées pour toute opération d'ABS afin de permettre à cet instrument d'être éligible en garantie par l'Eurosystème. Les ABS étant largement utilisés en garantie afin d'obtenir de la liquidité de l'Eurosystème, les émetteurs sont fortement incités à respecter ces exigences.

L'Eurosystème a mis en place ces obligations d'information prêt par prêt pour les ABS-PME à compter du 3 janvier 2013 et les modèles de déclaration sont présentés sur le site internet de la BCE. Les informations doivent être fournies chaque trimestre et sont stockées dans un référentiel de données, l'entrepôt européen de données (*European Data Warehouse*), où les investisseurs peuvent les consulter moyennant une modeste cotisation.

Grâce à cette obligation, l'Eurosystème dispose désormais de données standardisées tranche par tranche et prêt par prêt pour 114 tranches d'ABS-PME<sup>1</sup>, pour un montant de quelque

**Informations prêt par prêt pour les ABS-PME communiquées à l'Eurosystème**

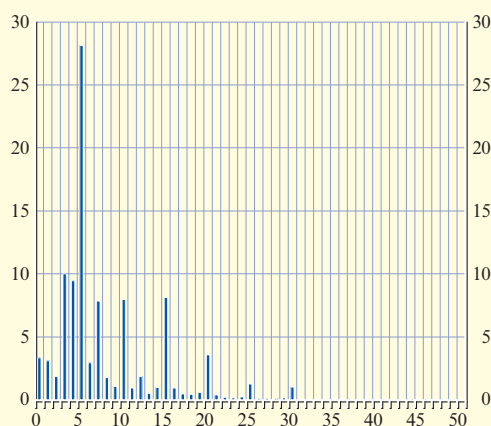
(en mai 2014)

Pays	Montant éligible (en milliards d'euros)	Nombre de tranches	Nombre de prêts (en millions)
Belgique	14,0	4	0,23
France	3,9	7	0,21
Allemagne	0,9	2	0,03
Italie	14,7	31	0,24
Pays-Bas	10,8	2	0,02
Portugal	2,3	3	0,04
Espagne	11,1	65	0,33
<b>Total</b>	<b>57,7</b>	<b>114,0</b>	<b>1,10</b>

Source : Informations prêt par prêt communiquées à l'Eurosystème.  
Note : Les données se rapportent aux pays où les actifs sont émis.

**Graphique A Ventilation par échéance (années) des informations prêt par prêt pour les ABS-PME**

Axe des abscisses : échéances contractuelles des prêts aux PME (années)  
Axe des ordonnées : pourcentage des prêts

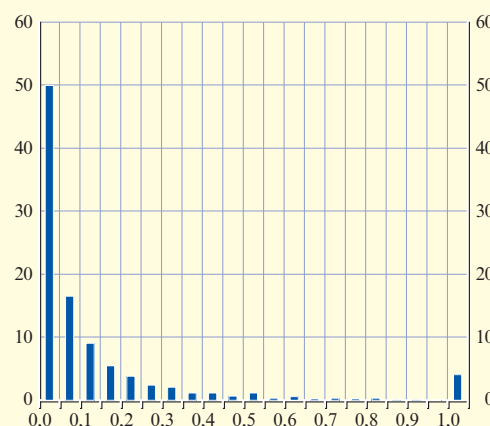


Source : Informations prêt par prêt communiquées à l'Eurosystème.

**Graphique B Ventilation par taille des informations prêt par prêt pour les ABS-PME, en fonction du solde du prêt d'origine**

(en millions d'euros)

Axe des abscisses : solde du prêt d'origine  
Axe des ordonnées : pourcentage des prêts



Source : Informations prêt par prêt communiquées à l'Eurosystème.

<sup>1</sup> Seules les tranches d'ABS senior sont des garanties éligibles auprès de l'Eurosystème dans le cadre d'une transaction ABS.

57,7 milliards d'euros en mai 2014 et comprenant 1,1 million de prêts environ (cf. le tableau pour une ventilation par pays). Les déclarations contiennent à la fois des informations prêt par prêt obligatoires (telles que la fréquence de remboursement, le taux d'intérêt en vigueur, le solde du prêt d'origine et le classement de l'emprunteur selon les critères de Bâle III) et des informations facultatives (telles que la prochaine date de paiement, l'objet du prêt et les notations internes des banques/S&P/Moody's/Fitch).

Bien que la base de données soit relativement récente et encore en développement, elle propose un ensemble d'informations intéressantes pour étudier les caractéristiques des prêts des PME auxquels les ABS sont adossés. Le graphique A, par exemple, illustre la ventilation par échéance des prêts des PME sous-jacentes aux ABS. Il apparaît que la grande majorité du million de prêts est assortie d'une échéance inférieure à dix ans et près de la moitié de ces prêts est assortie d'une échéance inférieure à cinq ans. Ce scénario semble relativement identique d'un pays à l'autre, même si les prêts aux PME des Pays-Bas sont généralement accordés pour des échéances relativement plus longues. Par ailleurs, le graphique B montre que la plupart des prêts sont d'un montant relativement faible : sur un total de 1 118 359 prêts, 548 728 sont d'un montant initial inférieur à 50 000 euros, dont 337 518 d'un montant inférieur à 25 000 euros.

aux obligations d'information prêt par prêt a été abaissé à deux notations affichant « simple A » (A-) au minimum, au lieu de deux notations « triple A » (AAA-). En outre, les décotes ont été diminuées de 6 points de pourcentage, à 10 %, pour les ABS assortis de deux notations simple A au minimum (c'est-à-dire ceux éligibles dans le cadre du dispositif permanent), et de 4 points de pourcentage, à 22 %, pour les ABS assortis d'au moins deux notations triple B (c'est-à-dire éligibles dans le cadre du dispositif temporaire). Ces décisions permettent aux banques de la zone euro d'emprunter des volumes plus importants avec la même quantité de garanties, ce qui les incite à octroyer davantage de crédits aux PME.

Enfin, pour améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire en soutenant l'activité de prêt à l'économie réelle, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, le 5 juin 2014, de mener une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées destinées à améliorer l'activité de prêt bancaire au secteur privé non financier de la zone euro sur une période de deux ans, et d'intensifier les travaux préparatoires relatifs aux achats fermes d'ABS simples et transparents, adossés à des créances vis-à-vis du secteur privé non financier de la zone euro.

Dans l'ensemble, la part des garanties liées aux PME dans le stock total de garanties de l'Eurosystème est significative.

Dans le même temps, l'Eurosystème a d'autres outils à sa disposition. Grâce à son rôle sur les marchés financiers, il peut favoriser la coordination des actions des contreparties et apporter des solutions aux défaillances du marché, c'est-à-dire jouer le rôle de catalyseur. Les diverses mesures prises par l'Eurosystème dans ce cadre ont concerné, notamment, la titrisation, les obligations sécurisées et le marché monétaire.

De plus, en définissant explicitement des exigences en matière de transparence pour les ABS de l'UE dans ses obligations d'information prêt par prêt, l'Eurosystème a pu contribuer à améliorer la confiance des intervenants de marché dans la qualité de ces actifs. Compte tenu de l'effet de réseau résultant de l'introduction de la transparence comme critère d'éligibilité des garanties, les intervenants de marché s'attendent désormais que la plupart des ABS classiques (comme les titres

adossés à des prêts hypothécaires résidentiels (RMBS) et les ABS-PME) émis dans la zone euro donnent lieu à des informations prêt par prêt. Ce cercle vertueux contribue à effacer l'opprobre lié aux RMBS *subprime* américains qui a été attaché à de nombreux ABS européens affichant de bonnes performances, y compris les ABS-PME.

#### 4 LES RÉCENTES INITIATIVES DESTINÉES À PROMOUVOIR LE FINANCEMENT DES PME DANS LA ZONE EURO

En raison de l'incidence négative sur les PME des crises qui ont touché la sphère financière et l'économie réelle, plusieurs initiatives publiques ont été prises afin de promouvoir le financement des PME dans la zone euro. La nécessité de prendre de telles initiatives a été mise en lumière pour la première fois en mars 2013 dans le Livre vert de la Commission européenne sur le financement à long terme de l'économie européenne, suivi de la communication de la Commission adressée au Parlement européen et au Conseil le 27 mars 2014<sup>20</sup>. Dans cette communication, la Commission a présenté sa feuille de route concernant le financement à long terme de l'économie en mettant l'accent sur plusieurs actions concrètes dans un grand nombre de domaines. Certaines portent sur l'amélioration de l'accès des PME au financement, d'autres sont susceptibles d'influer positivement sur leurs conditions de financement et ce, de manière indirecte. En particulier, la Commission a pour objectif de recenser les lois et les pratiques à l'échelle de l'UE et au niveau national affectant la disponibilité des informations relatives aux crédits consentis aux PME, afin d'envisager les approches possibles au niveau de l'UE en matière de notation du crédit et d'évaluer la possibilité d'accroître la comparabilité des données relatives aux PME au sein de l'UE. Le manque d'informations adéquates, comparables, fiables et rapidement disponibles concernant les crédits aux PME a également été placé au cœur du rapport d'un groupe d'experts de haut niveau<sup>21</sup>, qui contient diverses recommandations à court et à moyen terme s'adressant à la fois aux autorités publiques et aux intervenants de marché et concernant la réglementation financière, l'infrastructure de marché, la transparence des informations, la fiscalité, les dispositifs de gestion des faillites et les règles limitant les investissements transfrontières.

La Commission a également proposé, dans sa communication de mars 2014, de relancer le dialogue entre les banques et les PME, en particulier du point de vue des retours fournis par les banques s'agissant des demandes de prêts et de l'évaluation des meilleures pratiques pour faciliter l'accès des PME aux marchés de capitaux.

La Commission européenne cite également le financement participatif (évoqué précédemment) comme mesure susceptible d'améliorer l'accès des PME au financement. À cet égard, elle propose de réaliser une étude afin d'analyser les évolutions du marché ainsi que le potentiel du financement participatif pour financer la recherche et l'innovation, et d'évaluer le rôle que peuvent jouer les incitations fiscales pour soutenir des projets dans ce domaine dans le cadre du financement participatif.

#### LES SOLUTIONS LIÉES AUX MARCHÉS DE CAPITAUX

La communication de la Commission européenne, en mars 2014, concernant le financement à long terme soutient aussi fermement l'élaboration de solutions fondées sur les marchés de capitaux pour le financement des PME. L'une d'elles repose notamment sur le développement d'un compartiment

20 Cf. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0150:FIN:FR:PDF> et COM(2014) 168 final, 27 mars 2014.

21 Après la publication du Livre vert, le Conseil Ecofin informel a invité le Comité économique et financier à examiner les possibilités de mettre en place un groupe d'experts de haut niveau. Le rapport final de ce groupe, *Finance for Growth*, du 11 décembre 2013 comprend une liste exhaustive de recommandations à court et moyen terme, y compris à l'échelle de l'UE, concernant plus particulièrement l'accès des PME au financement et les infrastructures : [http://europa.eu/efcf/working\\_groupshleg\\_report\\_2013.pdf](http://europa.eu/efcf/working_groupshleg_report_2013.pdf)

de haute qualité sur le marché de la titrisation et prévoit un traitement réglementaire préférentiel, compatible avec les principes prudeniels. La titrisation des prêts aux PME pourrait bénéficier de cette évolution potentielle et fonctionner comme complément et alternative au financement bancaire traditionnel, accompagnée d'une série de recommandations destinées à faciliter cette évolution aussi bien dans la sphère réglementaire que grâce à des initiatives en termes de partage des risques. Bien qu'il s'agisse du deuxième marché d'ABS le plus important (derrière les RMBS), le secteur des ABS-PME de l'UE est encore de taille modeste comparé à l'activité globale de titrisation ; il représente environ 8 % de l'encours total, soit environ 130 milliards d'euros<sup>22</sup>, l'essentiel de ce montant restant inscrit au bilan des émetteurs depuis 2008, à des fins d'emprunt auprès des banques centrales<sup>23</sup>.

Une autre approche permettant de débloquer les crédits aux PME pourrait consister à faire appel au secteur public pour résoudre les défaillances des marchés qui dépassent les asymétries d'information. Dans ce cas, s'agissant de l'activité de prêt aux PME, les banques refusent de renouveler les prêts (ou uniquement à des taux d'intérêt plus élevés) aux entreprises, ce qui aggrave leur incapacité à honorer leurs paiements en cours ou tout au moins pèse sur leurs perspectives de croissance, ce qui freine la reprise macroéconomique et accentue encore plus l'aversion au risque des banques. À cet égard, les banques nationales de développement ou banques spécialisées dans l'aide aux entreprises, comme le *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) en Allemagne et l'*Instituto de Crédito* (ICO) en Espagne, ainsi que le groupe paneuropéen de la Banque européenne d'investissement (groupe BEI, qui comprend le Fonds européen d'investissement), offrent aussi bien un financement direct aux PME que des garanties pour les prêts aux PME. Par exemple, la BEI a signé des prêts pour un montant de 18,5 milliards d'euros consentis à des PME et à des sociétés à capitalisation moyenne en 2013, et le FEI s'est engagé sur des montants supplémentaires pour les titrisations des PME. Exploiter l'avantage comparatif des banques nationales de développement en termes de bas niveau des coûts de financement (qui pourrait être répercuté sur les clients) ainsi que leur connaissance des marchés nationaux pourrait également être utile, en particulier dans le cadre d'une coopération transfrontière renforcée entre ces banques. À ce titre, on peut citer l'exemple de l'accord conclu en juillet 2013 entre l'Allemagne (KfW) et l'Espagne (ICO), par lequel les deux institutions ont accepté de contribuer à hauteur de 800 millions d'euros au financement des PME en Espagne.

Par ailleurs, les instruments créés *via* les marchés de placement privé peuvent également améliorer l'accès des PME aux marchés de capitaux, comme alternative au financement bancaire. En Allemagne, par exemple, le *Schuldscheindarlehen* (croisement d'une obligation et d'un prêt syndiqué) est un marché national de placement privé bien établi, qui dispose d'environ 12 milliards d'euros de financement par an. Plusieurs initiatives récentes de développement d'un marché de placement privé sont en cours, suivant le modèle américain. En France, l'initiative de la Place de Paris concernant les placements privés en euros (Euro PP), parrainée par la Banque de France, a pour objet d'aider les entreprises françaises de taille intermédiaire à accéder à de nouvelles sources de financement et a permis de lever environ 7 milliards d'euros depuis sa première émission en septembre 2012<sup>24</sup>.

22 Cf. AFME, *Securitisation Data Report Q4:2013*.

23 Les émissions d'ABS-PME ont également été faibles depuis 2008 et ce, pour plusieurs raisons : l'incertitude réglementaire entourant le traitement de la titrisation dans les exigences de fonds propres et de liquidité, la morosité de l'environnement macroéconomique qui s'est traduite par une atonie des transactions, et l'opprobre attaché aux ABS de l'UE en raison des problèmes liés aux RMBS *subprime* américains ; l'aversion au risque accrue vis-à-vis des PME et le faible degré de normalisation de la documentation et de transparence sont également des facteurs importants. En dépit des progrès accomplis pour les surmonter, ces obstacles demeurent importants, la titrisation n'étant pas encore considérée comme une solution répandue et viable à long terme en matière de financement des PME.

24 Un Euro PP est une opération de financement à moyen ou long terme entre une entreprise, cotée ou non, et un nombre limité d'investisseurs institutionnels, et s'appuie sur une documentation *ad hoc* convenue entre l'emprunteur et les investisseurs, et fait en général appel à un arrangeur.

## LES INITIATIVES EN MATIÈRE DE RÉGLEMENTATION

La réglementation financière au sein de l'UE a également été adaptée ces dernières années afin de faciliter le financement des PME. Le règlement et la directive sur les exigences de fonds propres (CRR et CRD IV) du 27 juin 2013 définissent un coefficient correcteur qui réduit les exigences de fonds propres pour couvrir le risque de crédit lié aux expositions vis-à-vis des PME<sup>25</sup>. En outre, la directive révisée sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) crée une plateforme de négociation dédiée, qualifiée de « marché de croissance des PME », pour accroître la visibilité et la liquidité des marchés des PME, ce qui devrait permettre d'attirer les investisseurs affichant une aversion au risque. D'autres règlements ont réduit la charge administrative des obligations d'information pour les PME (directives sur les prospectus et la transparence) et simplifié l'élaboration des états financiers (directive comptable). S'agissant de l'investissement, la Commission européenne a créé un passeport européen spécial pour les gestionnaires de fonds investissant dans des *start-ups* et des entreprises sociales. Elle a également proposé un nouveau cadre relatif aux fonds d'investissement (fonds européens d'investissement à long terme, ou ELTIF) pour les intervenants cherchant à investir dans des entreprises et des projets à long terme.

D'une manière plus générale, peut-être, la mise en place d'une union bancaire, notamment d'un mécanisme de surveillance unique (MSU) et l'évaluation complète actuellement en cours, renforceront la confiance dans le système bancaire, améliorant de ce fait l'accès des PME au financement, compte tenu de la dépendance naturelle de ces dernières vis-à-vis des banques.

Enfin, outre les évolutions de la réglementation à l'échelle de l'UE, plusieurs initiatives nationales ont été récemment introduites afin de faciliter l'accès des PME au financement. En particulier, le 19 février 2014, le Parlement italien a approuvé un décret-loi introduisant une nouvelle catégorie d'obligations sécurisées (*Obbligazioni Bancarie Collateralizzate*, ou OBC) qui peuvent être adossées à des obligations de sociétés, à des prêts aux PME, à des financements pour les navires, à des produits à recevoir au titre du crédit-bail et de l'affacturage, et des opérations de titrisation adossées à ces actifs. De même, le 28 février 2014, le gouvernement espagnol a approuvé une nouvelle loi de financement des PME, qui a pour objet de favoriser les alternatives au financement bancaire des PME, notamment en favorisant l'accès des PME au marché boursier alternatif (MAB) et également en mettant en place des incitations pour amener les sociétés de capital-risque à investir de plus gros montants au cours des premiers stades de développement d'une PME.

## 5 CONCLUSION

Les PME de la zone euro sont généralement plus dépendantes des banques que les grandes entreprises en raison du fait que leur bilan et leurs capacités de gestion sont ordinairement plus opaques, ce qui s'explique par des états financiers moins détaillés et des historiques plus courts. Les banques sont partiellement en mesure d'atténuer ces asymétries d'information et coûts de transaction plus élevés pour les éventuels investisseurs en établissant sur le long terme des relations approfondies dans le cadre de leurs activités de prêt, ce qui facilite l'évaluation de la solvabilité des emprunteurs. Toutefois, en temps de crise ou de récession économique, ces asymétries d'information pèsent très lourdement sur l'accès des PME au financement ; quant aux sources de crédit (crédit bancaire compris), elles tendent à s'assécher plus rapidement pour les petites entreprises que pour les grandes. Ainsi, conjugué à une dépendance globalement accrue à l'égard de l'environnement économique national et de la situation du souverain, le manque de fonds perturbe davantage les activités opérationnelles et d'investissement des petites entreprises.

<sup>25</sup> Le facteur est égal à 0,7619.

En raison de l'hétérogénéité inhérente au secteur des PME dans la zone euro, plusieurs instruments et options de financement doivent être pris en considération afin de répondre aux besoins des différentes PME et des prêteurs ou investisseurs. Parallèlement aux politiques menées au niveau national, diverses initiatives ont, en fait, vu le jour durant la crise grâce aux institutions supranationales, visant à favoriser le financement des PME en Europe. Nombre d'entre elles font actuellement l'objet d'améliorations, notamment à la suite de la récente communication publiée par la Commission européenne sur le financement à long terme. Les réglementations financières de l'UE ont été amendées afin de faciliter le financement des PME, et les banques nationales de développement travaillent activement en vue de favoriser l'accès des PME à des financements, y compris en favorisant une collaboration entre elles.

L'Eurosystème a également mis en œuvre diverses mesures qui contribuent actuellement à rétablir le fonctionnement normal du mécanisme de transmission de la politique monétaire, ce qui facilite le financement des PME. À cela s'ajoutent toutes sortes d'outils complémentaires qui sont à sa disposition. L'Eurosystème s'est, en outre, efforcé d'accroître la confiance dans le marché de la titrisation pour favoriser les capacités de financement des banques, principalement grâce à l'instauration d'obligations de transparence, qui permettent également d'atténuer l'opprobre attaché aux ABS-PME. À cet égard, l'étude réalisée conjointement par la BCE et la Banque d'Angleterre, intitulée *The case for a better functioning securitisation market in the European Union* et publiée le 30 mai 2014, contribue à rendre son dynamisme au marché de la titrisation, qui pourrait compléter les autres sources de financement à long terme sur le marché interbancaire destinées à l'économie réelle, y compris aux PME.

Qui plus est, l'Eurosystème peut contribuer à la coordination des démarches entreprises par les contreparties ainsi qu'à la fourniture de solutions afin de palier les défaillances du marché en jouant un rôle de catalyseur. Pour ce faire, la BCE continuera d'étudier les moyens de soutenir les efforts que le secteur privé doit déployer en vue d'améliorer les conditions de financement des PME et d'appuyer les initiatives adoptées par les institutions européennes.

Enfin, les politiques structurelles visant à développer un système financier qui offre davantage de possibilités et d'instruments de financement peuvent participer à l'amélioration de la structure du capital des PME et de leur situation en matière de financement. En outre, un traitement fiscal plus équilibré et harmonisé de la dette des entreprises et du financement par émission d'actions permettrait de renforcer l'assise en fonds propres des PME, leur capacité d'autofinancement ainsi que leur solvabilité, condition primordiale pour qu'elles accèdent à des sources de financement externes. De plus, les mesures visant à accroître la concurrence sur les marchés des biens et services et des facteurs s'avèrent déterminantes pour la réallocation des ressources vers les PME plus performantes, augmentant ainsi le niveau de la compétitivité au sein de la zone euro.





# LA COURBE DE PHILLIPS DANS LA ZONE EURO

ARTICLES

La courbe de Phillips  
dans la zone euro

*La courbe de Phillips, entendue au sens large comme la relation entre l'inflation et la sous-utilisation des capacités productives, constitue un cadre standard d'explication et de prévision de l'évolution de l'inflation. Dans le même temps, ce cadre est entouré d'incertitudes considérables, sur le plan tant conceptuel qu'empirique. En particulier, il n'y a pas de conception unique de la courbe de Phillips. En revanche, il en existe diverses spécifications, toutes également plausibles, utilisant, par exemple, différentes mesures de la sous-utilisation des capacités productives et de l'inflation, différentes hypothèses sur le rôle et la forme des anticipations, différentes variables représentant les facteurs d'offre ou différents concepts économétriques. Cet article examine la relation établie par la courbe de Phillips entre l'inflation et la sous-utilisation des capacités productives depuis 1999 pour la zone euro dans son ensemble et pour les différents pays qui la composent. L'analyse par pays est pertinente, car les pays présentent une hétérogénéité importante en termes de structure économique et de paysage institutionnel. Cet article souligne l'incertitude qui entoure la courbe de Phillips, notamment s'agissant du choix d'une mesure pertinente de la sous-utilisation des capacités productives, des instabilités de la relation au cours du temps et de ses limites en matière de prévision de l'inflation. La prise en compte de différentes versions de la courbe de Phillips peut, dans une certaine mesure, servir de rempart contre ces incertitudes. La courbe de Phillips peut être considérée comme un outil pertinent pour recouper les évolutions de l'inflation avec celles de la production et de la demande. Toutefois, compte tenu de la complexité du processus d'inflation, elle constitue une base insuffisante pour la prévision de l'inflation et pour le pilotage de la politique monétaire. La courbe de Phillips devrait par conséquent être uniquement considérée comme l'un des éléments d'une analyse plus large.*

## I INTRODUCTION

Depuis 2008, les répercussions de la crise financière et de la crise de la dette souveraine se manifestent par une période prolongée de stagnation de l'activité économique et un chômage élevé. Les estimations disponibles relatives au PIB potentiel et au chômage structurel dénotent la persistance d'écarts de PIB négatifs et d'écarts de chômage positifs. La théorie économique et les régularités historiques tendent à indiquer que cette sous-utilisation prolongée des capacités productives devrait se traduire par un ralentissement de l'inflation.

La courbe de Phillips (dans une acception large) relie la croissance des prix ou des salaires à une mesure de la sous-utilisation des capacités productives, telle que l'écart de PIB (ou écart de production) ou de chômage, et fournit un cadre conceptuel d'analyse et de prévision de l'évolution de l'inflation. De nombreux modèles macroéconomiques utilisés pour donner des conseils en matière de politique économique intègrent cette relation de manière explicite ou implicite. Toutefois, en pratique, l'utilisation de courbes de Phillips doit être guidée par différentes considérations. L'une d'elles a trait, par exemple, aux incertitudes qui entourent les estimations empiriques de la sous-utilisation des capacités. Une autre tient au fait que le rythme de variation des prix peut refléter bien d'autres influences que celles des déséquilibres de l'offre et la demande sur les marchés du travail et des biens approximés par les mesures de la sous-utilisation des capacités. Ainsi, le fait que la hausse des prix à la consommation dans la zone euro ne se soit pas ralentie plus fortement compte tenu des importants écarts de PIB observés ces dernières années résulte en partie des relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés dans plusieurs pays de la zone euro dans le cadre des efforts d'assainissement budgétaire. De façon analogue, l'évolution des prix à l'importation, tout particulièrement pour les produits énergétiques, a exercé une incidence alternativement haussière et baissière sur l'inflation dans la zone euro au cours des dernières années. Ces facteurs influencent l'inflation au-delà du degré de sous-utilisation des capacités prévalant au même moment.

En outre, la force du lien entre l'inflation et la sous-utilisation des capacités productives peut dépendre de l'état de l'économie et est susceptible d'évoluer dans le temps. Par exemple, les réformes

économiques structurelles des marchés du travail et des biens et services destinées à atténuer les rigidités des prix et des salaires peuvent entraîner une modification de la réponse de l'inflation à la sous-utilisation des capacités. De plus, si les prix sont rigides à la baisse, la relation devient non linéaire : tout particulièrement en période de sous-utilisation prolongée des capacités productives, l'inflation ne ralentirait pas ou seulement légèrement, tandis qu'elle s'accélérait fortement dès que les capacités de production seraient entièrement exploitées. En conséquence, les évolutions de l'inflation ne peuvent être reliées de manière bijective aux estimations de la sous-utilisation des capacités.

Cet article examine la relation entre l'inflation et la sous-utilisation des capacités productives (appelée courbe de Phillips) dans la zone euro depuis 1999. Une courbe de Phillips pour la zone euro agrégée pouvant masquer d'importantes différences entre les pays, l'analyse évalue également cette relation au niveau des différents pays.

L'article est structuré de la manière suivante : la section 2 présente le concept de courbe de Phillips afin de mettre en lumière les différentes sources d'incertitude susceptibles d'apparaître dans le cadre de son application empirique. La section 3 analyse la relation établie par la courbe de Phillips au niveau de l'ensemble de la zone euro et des différents pays qui la composent sur la période 1999-2013, en examinant les variations du lien quand on utilise les diverses mesures de la sous-utilisation des capacités productives et les différences entre pays. La section 4 étudie les possibles modifications de la relation après la crise financière et la crise de la dette souveraine. La section 5 présente les facteurs supplémentaires pouvant affecter la courbe de Phillips et la section 6 conclut par des considérations générales sur l'utilité de cette courbe pour l'analyse économique.

## 2 LE CONCEPT DE COURBE DE PHILLIPS

La courbe de Phillips a été introduite en 1958 dans les travaux fondateurs de A. W. Phillips, qui mettait en évidence une relation négative entre le chômage et le taux de variation du salaire nominal au Royaume-Uni <sup>1</sup>. Cette observation a conduit certains économistes à croire à l'existence d'un arbitrage exploitable entre inflation et chômage dans une économie et que la politique monétaire pouvait réduire le chômage de façon permanente au prix d'une inflation plus élevée. Toutefois, des contributions ultérieures ont souligné que les anticipations d'inflation jouent un rôle important et que la politique monétaire ne peut affecter de façon permanente le chômage, qui converge à long terme vers son niveau naturel, déterminé par les caractéristiques structurelles de l'économie <sup>2</sup>. Néanmoins, en raison des rigidités des prix à la consommation ou des salaires, les écarts du chômage par rapport à son niveau naturel ou, de manière plus générale, la sous-utilisation des capacités productives pourraient exercer une incidence sur l'inflation à court terme.

Les applications empiriques de la courbe de Phillips relient souvent l'inflation à une mesure de la sous-utilisation des capacités productives approximée par les estimations des écarts de chômage ou de PIB, mais également aux évolutions antérieures de l'inflation utilisées comme approximation large de l'inertie de l'inflation. En outre, des facteurs d'offre, tels que l'évolution des cours du pétrole (ou, plus globalement, des prix à l'importation) ou de la productivité tendancielle, sont pris

1 A. W. Phillips, *The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*, *Economica*, vol. 25(100).

2 M. Friedman, *The role of monetary policy*, *The American Economic Review*, vol. LVIII, 1968 ; E. S. Phelps, *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time*, *Economica*, vol. 34(135), 1967 ; R. E. Lucas Jr., *Expectations and the neutrality of money*, *Journal of Economic Theory*, vol. 4(2), 1972. Pour un examen approfondi de l'évolution du concept au cours du temps, cf. par exemple R. Gordon, *The History of the Phillips Curve: Consensus and Bifurcation*, *Economica*, vol. 78, 2011, ou le premier chapitre de J. Fuhrer, J. Sneddon Little, Y. Kodrzycki, et P. Olivei, (ed.) *Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy: A Phillips Curve Retrospective*, The MIT Press, 2009.

en compte <sup>3</sup>. Ce cadre « triangulaire » a bénéficié d'une popularité considérable en tant que moyen d'explication de la dynamique passée de l'inflation et en matière d'anticipations.

Plusieurs versions de la courbe de Phillips ont été proposées, qui incorporent différentes mesures de la sous-utilisation des capacités productives, accordent un rôle plus explicite aux anticipations d'inflation (par exemple, en incluant les anticipations d'inflation provenant de données d'enquêtes comme variables explicatives) ou, plus récemment, attribuent un rôle à des évolutions mondiales, qui ne se limitent plus aux variations des cours des matières premières. Les économistes restent en désaccord sur la représentation précise de la courbe de Phillips ou sur sa validité empirique. En particulier, certains estiment que la sous-utilisation des capacités ne contribue que faiblement à expliquer l'évolution de l'inflation. En outre, il a été observé que la relation n'est pas stable au fil du temps, de sorte que des caractéristiques non linéaires ou variables dans le temps ont été introduites. Il a ainsi été suggéré que la réactivité de l'inflation aux variations de la sous-utilisation des capacités productives dans les économies avancées s'est progressivement atténuée au cours des dernières décennies et qu'une politique monétaire crédible conduisant à des anticipations d'inflation solidement ancrées pourrait constituer un des facteurs déterminants de cette évolution <sup>4</sup>. Enfin, de nombreuses études ont conclu à une assez faible exactitude des prévisions établies par la courbe de Phillips.

La section suivante examine certains de ces aspects, en accordant une attention particulière à l'incertitude liée à la mesure de la sous-utilisation des capacités productives, à la stabilité de la courbe de Phillips et à ses performances en termes de prévisions.

### 3 INFLATION ET SOUS-UTILISATION DES CAPACITÉS PRODUCTIVES DANS LA ZONE EURO SUR LA PÉRIODE 1999-2013

Cette section examine les coefficients et l'ajustement de courbes de Phillips simples pour l'ensemble de la zone euro et pour les pays la composant sur la période 1999-2013 <sup>5</sup>. L'accent est mis sur une relation linéaire entre l'inflation et différentes mesures de la sous-utilisation des capacités productives, en faisant abstraction du rôle des anticipations d'inflation et des chocs d'offre. En tant que mesure de l'inflation, l'analyse utilise l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, qui est moins affecté par les cours des matières premières et reflète mieux les tensions s'exerçant sur les prix au sein de la zone euro.

Partant de l'analyse pour la zone euro agrégée, le graphique 1 présente un diagramme de dispersion illustrant la hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires pour la période 1999-2013 par rapport à deux mesures de la sous-utilisation des capacités : l'écart de chômage (en signe opposé) et l'écart de PIB (décalés d'un trimestre chacun) <sup>6</sup>. Les écarts négatifs sont donc associés à un degré élevé de capacités inutilisées. Les coefficients d'ajustement linéaire et le  $R^2$  associé mesurant la précision de cet ajustement sont également représentés. Les coefficients associés aux écarts, ou les « pentes » de la courbe de Phillips, sont importants et, comme prévu, des écarts négatifs prononcés s'accompagnent généralement de taux d'inflation moins élevés. D'après le coefficient  $R^2$ , l'écart de PIB et de chômage peut expliquer

3 Cf. le modèle dit « du triangle » proposé dans R. Gordon, *Inflation, flexible exchange rates, and the natural rate of unemployment*, in M. N. Baily (ed), *Workers, Jobs, and Inflation*, Washington, Brookings, 1982.

4 Cf. par exemple *The dog that didn't bark : has inflation been muzzled or was it just sleeping?*, *World Economic Outlook*, FMI, avril 2013.

5 La période antérieure à 1999 se caractérisait par un régime de politique monétaire différent et une convergence de l'inflation dans beaucoup de pays au cours de la période ayant précédé l'union monétaire. En conséquence, une relation de forme réduite telle que la courbe de Phillips est susceptible de ne pas être significative pour cette période.

6 Les estimations des écarts de chômage et de PIB utilisées dans cet article proviennent des prévisions économiques européennes de l'hiver 2014 de la Commission européenne. Les données annuelles sont interpolées en fréquence trimestrielle.

environ 20 % de la variation de l'inflation dans ce cadre d'analyse simple. Sur la base de cette mesure de l'ajustement, il semble qu'il n'existe aucune préférence pour une mesure de la sous-utilisation des capacités plutôt que pour une autre.

Ces régressions simples, bien que fournissant une illustration, ne rendent pas compte de la persistance de l'inflation, qui importe, par exemple, en matière d'incidence dynamique globale de la sous-utilisation des capacités productives sur l'inflation. Afin de prendre en compte cet aspect, l'analyse suivante se fonde sur les régressions reliant le taux d'inflation trimestriel annualisé à sa valeur du trimestre précédent et à une mesure de la sous-utilisation des capacités <sup>7</sup>.

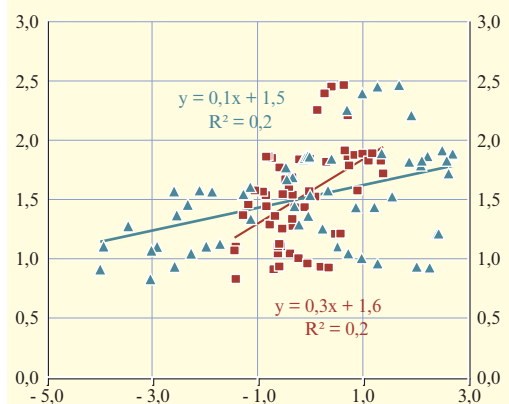
Il est important de souligner que la sous-utilisation des capacités productives est une variable non observée et que sa mesure est soumise à une incertitude considérable, notamment en temps réel <sup>8</sup>. Les mesures habituellement utilisées, à savoir les écarts de chômage et de PIB, s'appuient, respectivement, sur les estimations du niveau de chômage naturel et du PIB potentiel, calculées à partir d'outils statistiques spécifiques ou d'outils de modélisation. Les écarts sont donc entourés d'un haut degré d'incertitude et font l'objet d'importantes révisions. Ils tendent également à être différents selon la méthodologie employée <sup>9</sup>. Pour cette raison, l'analyse s'appuie également sur d'autres approximations de la sous-utilisation des capacités, notamment le taux de chômage, le taux de chômage à court terme, la croissance du PIB, les coûts salariaux unitaires réels, ainsi que des mesures tirées d'enquêtes relatives au secteur manufacturier indiquant le degré d'utilisation des capacités et les facteurs limitant la production liés à la demande et à la pénurie de main-d'œuvre <sup>10</sup>.

### Graphique 1 Inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et mesures de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie

(variations annuelles en pourcentage et points de pourcentage)

Axe des abscisses : sous-utilisation des capacités productives (décalée d'un trimestre)  
Axe des ordonnées : inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires

■ Écart de chômage  
▲ Écart de PIB



Sources : Eurostat et Commission européenne.

Notes : Sur la base de données trimestrielles pour la période 1999-2013. L'écart de chômage a été utilisé sous une forme opposée (multiplié par -1). Les mesures des écarts ont été interpolées afin d'obtenir des valeurs trimestrielles.

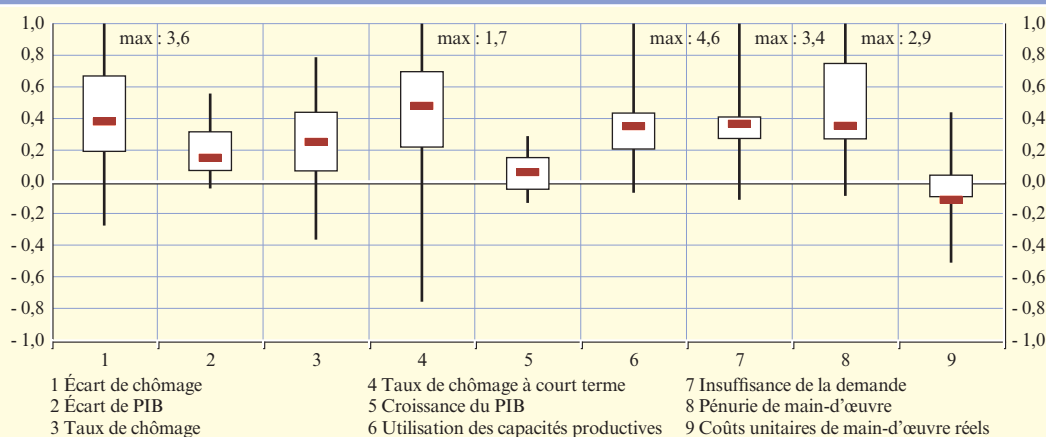
7 En d'autres termes, les régressions :  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma \text{écart}_{t-1} + \varepsilon_t$ , où  $\pi_t$  représente les taux de variation trimestriels annualisés de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires en données désaisonnalisées,  $\text{écart}_{t-1}$  représente une mesure de la sous-utilisation des capacités productives et  $\varepsilon_t$  est une erreur aléatoire. Il a également été fréquent, dans les travaux empiriques, d'inclure une mesure des anticipations d'inflation en tant que variable explicative. Toutefois, les anticipations d'inflation ne sont pas disponibles pour tous les pays de la zone euro ou pour l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Cependant, les anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro ont été stables sur la période considérée et sont donc déjà intégrées par le biais des termes constants dans ces régressions.

8 Cf., par exemple, l'article intitulé *PIB potentiel, sous-utilisation des capacités et lien avec les évolutions nominales depuis le début de la crise* du *Bulletin mensuel* de novembre 2013 ou l'encadré intitulé *La sous-utilisation des capacités productives dans l'économie de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2014.

9 Cf., par exemple, A. Orphanides et S. van Norden, *The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, vol. 37(3), 2005 ; ou l'encadré intitulé *Données récentes sur l'incertitude qui entoure les estimations en temps réel de l'écart de production dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de novembre 2011 ; ou l'article intitulé *Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke*, *Monatsbericht*, Deutsche Bundesbank, avril 2014.

10 L'utilisation du chômage à court terme en tant que mesure pertinente de la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail a été préconisée, par exemple, par R. Gordon, *The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU During the Slow Recovery*, *NBER Working Paper*, n° 19390, août 2013 ou par R. Llaudes, *The Phillips curve and long-term unemployment*, *Working Paper Series*, n° 441, BCE, 2005. Le taux de chômage à court terme se définit comme la différence entre le taux de chômage total et le pourcentage de la population active sans emploi depuis 12 mois ou plus. Dans J. Gali, M. Gertler et J.D. Lopez-Salido, *European inflation dynamics*, *European Economic Review*, vol. 45(7), 2001, il est préconisé d'utiliser l'écart logarithmique des coûts salariaux unitaires réels par rapport à leur moyenne comme mesure du coût marginal réel dans le cadre d'une courbe de Phillips néo-keynésienne pour la zone euro. Les coûts salariaux unitaires réels se définissent comme le ratio de la rémunération des employés rapportée au PIB nominal. Pour une analyse de l'utilité des mesures tirées d'enquêtes dans l'évaluation de la sous-utilisation des capacités productives, cf., par exemple, l'encadré intitulé *Comparaison des estimations de l'écart de production pour la zone euro avec d'autres indicateurs conjoncturels* du *Bulletin mensuel* de juin 2011. Si ces mesures tirées d'enquêtes présentent l'avantage de faire l'objet de révisions limitées, elles ne reflètent que les informations relatives au secteur manufacturier de l'économie.

**Graphique 2** Fourchette des coefficients d'incidence sur un an pour différents pays de la zone euro dans le cadre d'une courbe de Phillips pour l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs BCE.

Notes : Sur la base de données trimestrielles pour la période 1999-2013. Fourchette des coefficients d'incidence sur un an ( $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$ ), dans les différents pays de la zone euro sur la base d'une régression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{écart}_{t-1} + \varepsilon_t$ , où  $\pi_t$  représente les taux de variation trimestriels annualisés de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires en données désaisonnalisées. Les extrémités supérieures et inférieures des boîtes indiquent les quartiles inférieurs et supérieurs des fourchettes. Le trait rouge « - » représente le coefficient  $R^2$  pour la zone euro. Les signes des coefficients relatifs aux mesures de la sous-utilisation des capacités liées au chômage ont été inversés et ceux des mesures tirées d'enquêtes ont été modifiés afin de correspondre à la variabilité de ces mesures par rapport à celle de l'écart de chômage. Le taux de chômage à court terme se définit comme la différence entre le taux de chômage total et le pourcentage de la population active sans emploi depuis 12 mois ou plus. La « croissance du PIB » se rapporte au taux de variation trimestriel annualisé. L'« utilisation des capacités productives », l'« insuffisance de la demande » et la « pénurie de main-d'œuvre » proviennent des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise du secteur manufacturier. Les coûts salariaux unitaires réels se définissent comme le ratio de la rémunération des employés rapportée au PIB nominal, l'écart logarithmique par rapport à la moyenne étant inclus dans les régressions. Pour certains pays et certaines mesures de la sous-utilisation des capacités productives, les estimations sont fondées sur un échantillon moins important en raison de l'indisponibilité des données.

Le graphique 2 présente une estimation de l'incidence cumulée sur un an d'une variation d'une unité de la sous-utilisation des capacités sur l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires pour différentes mesures de la sous-utilisation des capacités <sup>11</sup>. Pour chaque type de mesure, le graphique présente la fourchette des estimations individuelles des incidences à un an selon les pays de la zone euro, les extrémités supérieures et inférieures des boîtes indiquant les quartiles supérieurs et inférieurs des fourchettes et le trait rouge représentant le coefficient d'incidence pour la zone euro agrégée <sup>12</sup>. Afin de rendre les résultats plus lisibles, les signes des coefficients relatifs aux mesures de la sous-utilisation des capacités liées au chômage ont été inversés et ceux des mesures tirées d'enquêtes ont été modifiés afin de correspondre à la variabilité de ces mesures par rapport à celle de l'écart de chômage. Le graphique 3 présente les fourchettes des ajustements en échantillon des courbes de Phillips correspondantes mesurées par le coefficient  $R^2$ .

On peut observer une hétérogénéité prononcée entre les pays concernant l'ampleur des coefficients d'incidence et l'ajustement de la courbe de Phillips. Pour la plupart des pays et des types de mesure de la sous-utilisation des capacités, à l'exception notable des coûts salariaux unitaires réels, les signes des coefficients correspondent aux prévisions. Dans certains pays, ils sont cependant très proches de zéro ou même négatifs. Dans d'autres, l'ampleur des coefficients est assez élevée. Les fourchettes des ajustements en échantillon ( $R^2$ ) sont également relativement larges et ne privilégient aucun type de mesure en particulier.

11 Pour une régression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{écart}_{t-1} + \varepsilon_t$ , en données trimestrielles, l'incidence cumulée sur un an se définit comme  $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$ , cf., par exemple, C.E.V. Borio et A. Filardo, *Globalisation and Inflation : New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation*, Working Paper Series, BRI, n° 227, 2007.

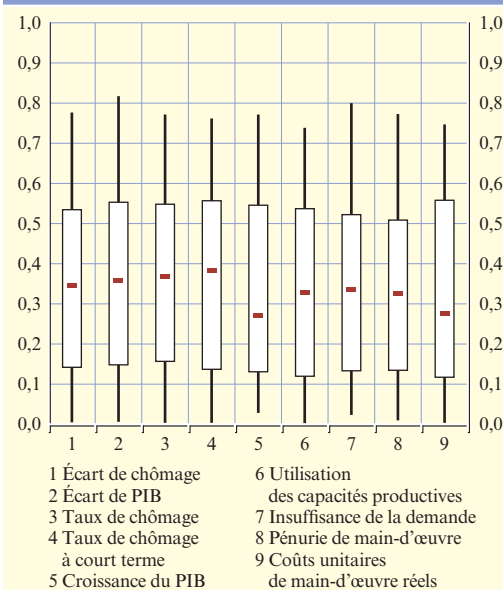
12 Les quartiles inférieurs et supérieurs se rapportent à la limite supérieure de l'intervalle contenant les 25 % et 75 % de valeurs les plus faibles, respectivement. Les fourchettes concernent les estimations ponctuelles entre les pays et, par conséquent, le paramètre statistique relatif à l'incertitude n'est pas reflété dans les graphiques.

Deux observations ressortent des résultats par pays utilisés dans les graphiques 2 et 3. Premièrement, il existe des différences entre les pays en termes de mesure de la sous-utilisation des capacités correspondant le mieux aux données relatives à l'inflation. Deuxièmement, le degré d'ajustement des courbes de Phillips aux évolutions de l'inflation effective pour les différents pays est variable et, pour certains pays, la relation semble n'expliquer qu'une très petite partie de l'évolution de l'inflation. Ces résultats sont globalement en ligne avec les précédentes analyses de la courbe de Phillips pour les salaires dans la zone euro et les cinq principaux pays de la zone, qui font état d'une hétérogénéité marquée de la réactivité des salaires à l'écart de chômage et de quelques avantages limités d'une analyse des évolutions des salaires au niveau des pays plutôt que de celui de la zone euro <sup>13</sup>.

L'hétérogénéité observée entre les différents pays du point de vue de la pente et de l'ajustement de la courbe de Phillips peut s'expliquer par un certain nombre de facteurs. Les différences en termes de degré de flexibilité des marchés du travail et des biens constituent un facteur potentiel. De nombreux éléments attestent d'une hétérogénéité des rigidités des prix et des salaires dans la zone euro <sup>14</sup>. Les rigidités nominales varient substantiellement entre les pays et dépendent fortement de caractéristiques telles que l'intensité de la concurrence, l'exposition aux marchés étrangers ou le cadre institutionnel <sup>15</sup>.

Une autre source d'hétérogénéité peut provenir des différences en matière d'évolutions cycliques enregistrées au cours de la période sous revue. Certaines recherches montrent que les coefficients de pente pourraient être variables dans le temps et dépendre de la situation conjoncturelle de l'économie ou du niveau de sous-utilisation des capacités productives <sup>16</sup>. En outre, pour les pays ayant rejoint la zone euro après 1999, la relation entre l'inflation et la sous-utilisation des capacités pourrait être faussée par une inflation tendanciellement orientée à la baisse, qui reflète une convergence de l'inflation

**Graphique 3 Fourchette des coefficients R<sup>2</sup> pour différents pays de la zone euro dans le cadre d'une courbe de Phillips pour l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires**



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs BCE.  
Notes : Sur la base de données trimestrielles pour la période 1999-2013. Fourchette des coefficients R<sup>2</sup> pour les différents pays de la zone euro à partir d'une régression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma \text{écart}_{t-1} + \varepsilon_t$ . Les extrémités supérieures et inférieures des boîtes indiquent les quartiles supérieurs et inférieurs des fourchettes. Le trait rouge « - » représente le coefficient R<sup>2</sup> pour la zone euro. Pour la définition des variables, cf. les notes du graphique 2.

13 Cf. S. Fabiani et J. Morgan, *Aggregation and euro area Phillips curves*, Working Papers Series, n° 213, BCE, février 2003. Cet article examine également plus en détails les avantages et les inconvénients de l'analyse de la courbe de Phillips au niveau agrégé et au niveau des différents pays (réduction du bruit contre biais lié à l'agrégation, respectivement).

14 Pour plus de détails, cf. *Final Report on the Wage Dynamics Network (WDN)*, BCE, 7 janvier 2010, [http://www.ecb.int/homel/html/researcher\\_wdn.en.html](http://www.ecb.int/homel/html/researcher_wdn.en.html).

15 Par exemple, H. Morsy et F. Jaumotte, *Determinants of Inflation in the Euro Area: The Role of Labor and Product Market Institutions*, Fonds monétaire international, n° 12/37, 2012, à partir d'une courbe de Phillips pour dix pays de la zone euro, montre qu'un niveau élevé de protection de l'emploi, une coordination intermédiaire des négociations collectives et un taux de syndicalisation élevé accentuent la persistance de l'inflation.

16 Cf., par exemple, M. L. Barnes et G. P. Olivei, *Inside and outside bounds: threshold estimates of the Phillips curve*, New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, 2003 ou M. Dotsey, S. Fujita et T. Stark, *Do Phillips Curves Conditionally Help to Forecast Inflation?*, Working Paper Series, n° 11-40, Federal Reserve Bank of Philadelphia, septembre 2011. Les éléments pour la zone euro et une sélection de pays sont présentés dans K. Benkovskis, M. Caivano, A. D'Agostino, A. Dieppe, T. Hurtado, E. Karlsson, E. Ortega et T. Várnai, *Assessing the sensitivity of inflation to economic activity*, Working Paper Series, n° 1357, Banque centrale européenne, 2011.

dans la période précédant l'adhésion à l'union monétaire et les évolutions des anticipations d'inflation à long terme. Le rôle des anticipations d'inflation est examiné plus en détails dans la section 5.

L'analyse développée ci-dessus se fonde sur une version simplifiée de la courbe de Phillips, soumise à d'importantes réserves. Par exemple, les régressions ne sont pas optimisées en termes de décalage (avance/retard). La relation pourrait également être brouillée par l'incidence de chocs d'offre, tels que des variations des cours des matières premières ou des taux de change. Bien que les variations des cours des matières premières, des prix du pétrole notamment, affectent l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dans une bien moindre mesure qu'elles ne touchent l'inflation globale, des effets indirects pourraient se faire sentir. Par conséquent, la corrélation entre l'inflation et la sous-utilisation des capacités productives observée dans le cadre de cette courbe de Phillips simplifiée peut être plus faible que prévu *a priori*, voire changer de signe, lorsque, par exemple, des composantes de coûts telles que les cours des matières premières augmentent durant les phases de sous-utilisation des capacités productives. Enfin, un ajustement en échantillon élevé ne se traduit pas nécessairement par de bonnes performances prédictives, notamment en présence d'instabilités dans la relation. Certaines de ces questions sont examinées dans les sections suivantes.

Bien que des réserves puissent être émises à son égard, l'analyse présentée dans cette section illustre le fait que, malgré les éléments attestant de l'existence d'une relation de type courbe de Phillips dans la zone euro pour la période 1999-2013, la spécification et la qualité de l'ajustement sont soumis à une incertitude élevée et à des différences entre les pays. La section suivante analyse la stabilité de la relation, en mettant l'accent sur les évolutions associées à la crise financière et à la crise de la dette souveraine.

#### 4 LA COURBE DE PHILLIPS, LA CRISE FINANCIÈRE ET LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE

La crise financière et la crise de la dette souveraine ont exercé une incidence considérable sur l'activité économique dans la zone euro, donnant lieu à une période prolongée d'écarts de production et de chômage importants, et elles ont stimulé les réformes structurelles et d'autres ajustements économiques, notamment des recompositions sectorielles. La présente section examine comment les crises ont affecté la relation établie par la courbe de Phillips et évalue l'utilité de ce concept pour expliquer les évolutions de l'inflation au cours de ces crises. Elle illustre également la mesure dans laquelle les évolutions de l'inflation durant la récente période prolongée de sous-utilisation des capacités de production sont conformes aux évolutions observées dans le passé au cours de tels épisodes.

##### 4.1 STABILITÉ DE LA COURBE DE PHILLIPS

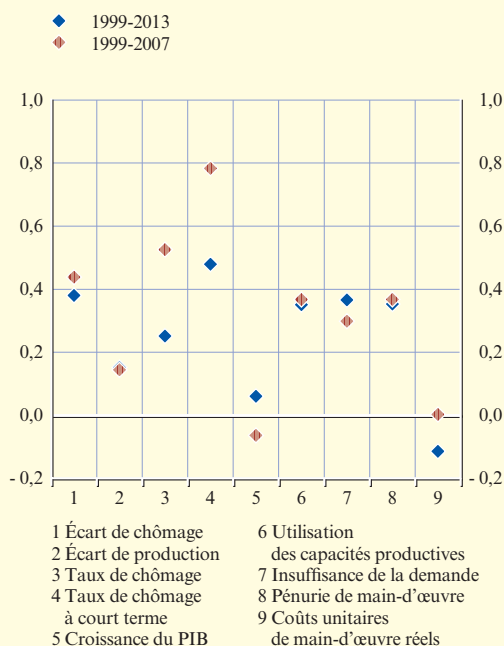
Certaines estimations de la courbe de Phillips indiquent que, dans l'ensemble de la zone euro, l'incidence de la sous-utilisation des capacités sur l'inflation s'est atténuée au cours de la période qui a suivi le début de la crise financière<sup>17</sup>. Toutefois, un renforcement de la relation a été observé pour certains pays sur la même période<sup>18</sup>. Cette section analyse les modifications de la relation en

17 Cf., par exemple, l'article intitulé *L'évolution des prix et des coûts lors de la récession de 2008-2009* du *Bulletin mensuel* d'avril 2012 et l'article intitulé *PIB potentiel, sous-utilisation des capacités et lien avec les évolutions nominales depuis le début de la crise* du *Bulletin mensuel* de novembre 2013.

18 Cf., par exemple, l'article intitulé *Variation in the cyclical sensitivity of Spanish inflation: an initial approximation*, *Economic Bulletin*, Banco de España, juillet-août 2013, ou *Economic Bulletin*, Banca d'Italia, janvier 2014. Pour une analyse de l'évolution de courbe de Phillips sur plus longue période, cf., par exemple, FMI, op. cit., ou l'article intitulé *Ce que l'évolution de l'inflation nous apprend sur la courbe de Phillips : implications pour la politique monétaire*, *Revue économique*, Banque nationale de Belgique, décembre 2013.

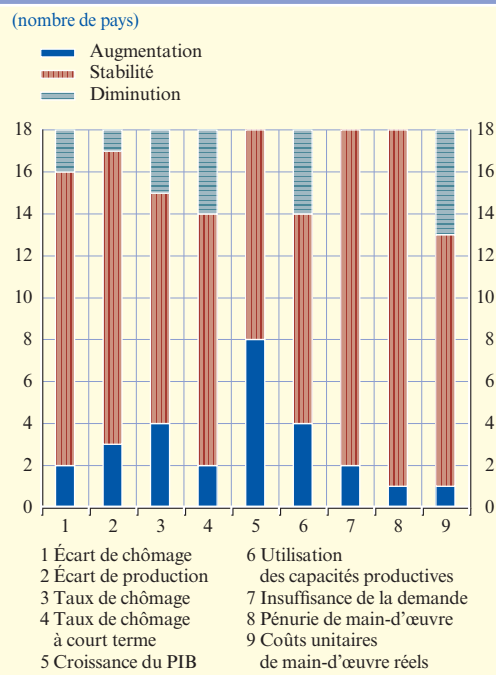


**Graphique 4 Sensibilité de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires de la zone euro à la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie**



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.  
Notes : Représente  $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$  sur la base d'une régression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{gap}_{t-1} + \varepsilon_t$ , estimée sur la période 1999-2007 et sur la totalité de la période. Pour la définition des variables, cf. les notes du graphique 2.

**Graphique 5 Variations de la sensibilité de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires à la sous-utilisation des capacités dans les pays de la zone euro**



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.  
Notes : Sur la base de données trimestrielles relatives à la période 1999-2013. Représente le nombre de pays pour lesquels  $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$  résultant d'une régression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{gap}_{t-1} + \varepsilon_t$ , a augmenté, est restée inchangée ou a diminué. L'incidence est considérée comme étant restée inchangée si sa variation n'est pas supérieure à deux fois l'erreur-type estimée sur la totalité de la période. Pour la définition des variables, cf. les notes du graphique 2.

examinant l'incidence de la sous-utilisation des capacités de l'économie estimée pour la sous-période antérieure à la crise (1999-2007) et pour l'ensemble de la période (1999-2013), et fournit des explications possibles de ces évolutions <sup>19</sup>.

Le graphique 4 représente la variation de l'incidence à un an sur l'IPCH hors énergie et produits alimentaires de la zone euro pour les mesures de la sous-utilisation considérées précédemment. L'incidence à un an rend compte des changements potentiels du coefficient de pente estimé et de la persistance de l'inflation. Pour la plupart des mesures considérées, les modifications sont mineures, à l'exception notable du taux de chômage et du taux de chômage de courte durée, pour lesquels l'incidence estimée à un an a fortement diminué <sup>20</sup>. Pour donner un aperçu de la situation des différents pays, le graphique 5 indique le nombre de ceux pour lesquels l'incidence à un an a augmenté, est restée inchangée ou a diminué. Là encore, on observe des différences sensibles d'un pays à l'autre. Pour certains d'entre eux, le résultat est à l'opposé de celui de la zone euro dans son ensemble, la

<sup>19</sup> La période débutant en 2008 est relativement courte et présente essentiellement des écarts de production négatifs. En conséquence, les modifications sont étudiées plus indirectement par une extension plutôt que par un fractionnement des périodes observées, en reconnaissant que des évolutions relativement importantes sur la période 2008-2013 pourraient être nécessaires pour signaler des modifications sur la période étendue.

<sup>20</sup> La variation de l'incidence estimée est supérieure au double de l'erreur-type estimée sur l'ensemble de la période. L'article de 2014 de la Deutsche Bundesbank (*op. cit.*) compare les pentes des courbes de Phillips avec l'écart de production estimé sur les périodes 1996-2009 et 1996-2013 et, de façon analogue, ne relève aucun élément attestant de modifications importantes pour la zone euro.



réactivité de l'inflation semblant avoir effectivement augmenté après prise en compte des données postérieures à la crise financière. C'est le cas de certains pays en difficulté et cela pourrait refléter le fait que les réformes structurelles des marchés des biens et services et du marché du travail qu'ils ont engagées ces dernières années pourraient avoir accru la concurrence ou réduit les rigidités nominales, donnant lieu à des ajustements plus importants des prix aux conditions économiques.

Il convient de noter que, dans certains pays, le changement d'ampleur de l'incidence pourrait être affecté par les effets de hausses de la fiscalité indirecte, qui ont apporté une contribution positive non négligeable à l'inflation dans plusieurs pays ces dernières années. Ces hausses ayant été en partie répercutées sur les prix à la consommation, l'inflation a été plus forte qu'attendu au vu de la relation établie par la courbe de Phillips et de l'ampleur de la sous-utilisation des capacités sur cette période, entraînant un « aplatissement » évident de la courbe <sup>21</sup>.

Point important, les résultats seraient parfois sensibles au choix de la spécification de la courbe de Phillips <sup>22</sup>. Par exemple, dans certains pays, le sens de la modification de l'incidence à un an dépend de la mesure particulière de la sous-utilisation des capacités qui est utilisée. Dès lors, il convient d'examiner un grand nombre de spécifications pour tirer des conclusions relatives à l'évolution de la courbe de Phillips et à ses conséquences pour l'inflation future.

#### 4.2 PRÉVISIONS CONDITIONNELLES REPOSANT SUR LA COURBE DE PHILLIPS APRÈS LA CRISE FINANCIÈRE

Plusieurs études ont indiqué que les performances de la courbe de Phillips en matière de prévision sont au mieux contrastées. Ces travaux ont montré que la courbe ne donne qu'occasionnellement de meilleurs résultats que les modèles univariés plus simples et que ses spécifications les plus efficaces peuvent varier au fil du temps. Néanmoins, il a également été avancé qu'en période de ralentissement économique, la corrélation entre l'inflation et la sous-utilisation des capacités, ainsi que la performance prédictive relative d'un modèle reposant sur la courbe de Phillips, peuvent effectivement augmenter <sup>23</sup>. Afin de mesurer la pertinence de la relation de la courbe de Phillips dans l'explication des évolutions de l'inflation durant les crises récentes, un certain nombre de prévisions conditionnelles sont établies, qui s'appuient sur les dernières données disponibles de mesure de la sous-utilisation des capacités sur la période concernée.

Le graphique 6 présente une synthèse sur la période 2008-2013 de la qualité prédictive des prévisions à un an de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires reposant sur les différentes mesures de la sous-utilisation étudiées dans les précédentes sections. Les coefficients sont estimés de manière récurrente. L'exactitude des prévisions est mesurée par l'erreur-type (racine de l'erreur quadratique moyenne – RMSE) pour les taux d'inflation annuels. Pour mieux évaluer la qualité des résultats du modèle, on utilise l'erreur-type relative. Plus précisément, le graphique 6 présente le ratio de

21 Cf., par exemple, l'encadré intitulé *L'incidence des modifications récentes de la fiscalité indirecte sur l'IPCH* du *Bulletin mensuel* de mars 2012. Les modifications de la fiscalité indirecte correspondent globalement à des chocs d'offres, qui, pour des raisons de simplicité, sont exclus de l'analyse présentée dans cet article.

22 Par exemple, S. Oinonen, M. Paloviita et L. Vilmi (*How have inflation dynamics changed over time? Evidence from the euro area and USA*, *Research Discussion Papers* n° 6, Banque de Finlande, 2013) montrent que l'incidence de l'écart de production sur l'inflation s'est accrue ces dernières années. Toutefois, cette analyse s'appuie principalement sur des estimations de l'écart de production reposant sur un filtre de Hodrick-Prescott, ce qui paraît peu plausible sur la période récente, l'écart devenant positif.

23 Cf., par exemple, A. Atkeson et L. E. Ohanian, *Are Phillips Curves Useful for Forecasting Inflation?*, *Quarterly Review*, Banque fédérale de réserve de Minneapolis, 2001, ou J. H. Stock et M. W. Watson, *Phillips Curve Inflation Forecasts*, in J. Fuhrer, Y. Kodrzycki, J. Little et G. Olivei, *Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy*, Cambridge: MIT Press, 2009, J. H. Stock et M. W. Watson, *Modeling Inflation After the Crisis*, conférence de Jackson Hole organisée par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Wyoming, 2010, <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2010/stock-watson.pdf>, J. Faust et J. Wright, *Inflation Forecasting*, in G. Elliott et A. Timmermann (eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2, Amsterdam: North Holland, 2013.

l'erreur-type de la courbe de Phillips rapportée à l'erreur-type d'un modèle autorégressif univarié d'ordre un (AR(1))<sup>24</sup>. Un ratio inférieur à un indique que la prévision de la courbe de Phillips a été, en moyenne, plus exacte que celle d'un modèle univarié AR(1). Deux prévisions sont réalisées pour la zone euro : la première (indiquée par un signe négatif rouge) s'appuie sur les données agrégées au niveau de la zone, et la deuxième (indiquée par un carré bleu) sur l'agrégation de prévisions reposant sur des données au niveau de chaque pays. Les rectangles représentent l'étendue de l'erreur-type relative pour les pays. La dernière colonne retrace la qualité de la prévision obtenue à partir de la moyenne des mesures de la sous-utilisation des capacités.

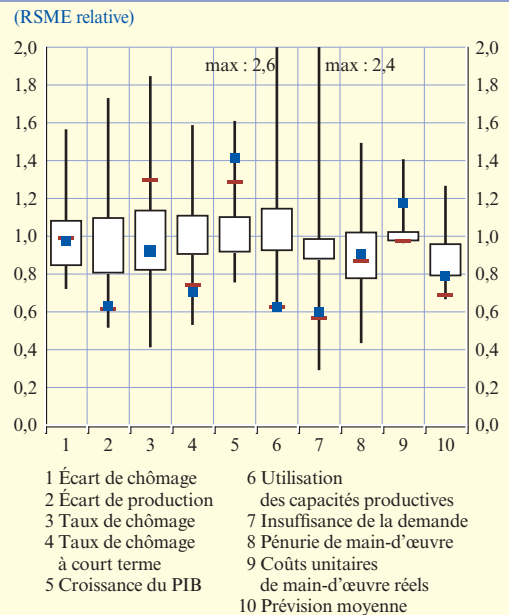
Sur la période observée, les prévisions conditionnelles de la courbe de Phillips pour la zone euro sont plus exactes que celles du modèle univarié plus simple pour la plupart des mesures de la sous-utilisation considérées. Toutefois, ce résultat n'est pas robuste au niveau des pays. Pour chaque mesure de la sous-utilisation, il existe des pays pour lesquels la prévision de la courbe de Phillips correspondante est plus inexacte que celle du modèle univarié. Conformément aux conclusions classiques de la littérature concernant la prévision, la moyenne des prévisions des différentes mesures de la sous-utilisation apporte une plus grande robustesse aux performances prédictives de la courbe de Phillips. Par exemple, le maximum et le quartile supérieur de l'erreur-type relative de la moyenne des mesures de la sous-utilisation sont inférieurs aux valeurs de chacune des mesures individuelles. Pour la zone euro, l'exactitude des prévisions indirectes (obtenues par agrégation des prévisions par pays) est comparable à celle des prévisions tirées des données agrégées, les prévisions indirectes n'apportant une amélioration sensible que dans le cas où le taux de chômage est pris comme mesure de la sous-utilisation.

Cette analyse appelle de sérieuses réserves, dans la mesure où elle s'appuie sur les estimations les plus récentes des écarts de production et de chômage, qui sont sujettes à une grande incertitude, notamment pour les trimestres les plus récents, et peuvent faire l'objet de révisions importantes. En particulier, le pouvoir explicatif des variables mesurant les écarts comparé à celui des autres mesures de la sous-utilisation pourrait être surestimé, le calcul de ces variables étant souvent conditionné par une relation établie par la courbe de Phillips<sup>25</sup>.

24 Cela correspond à la régression de la courbe de Phillips décrite à la note de bas de page 7 avec une contrainte de zéro pour le coefficient de mesure de la sous-utilisation des capacités. Ainsi, l'erreur-type relative peut être considérée comme indiquant la « valeur ajoutée » de l'intégration d'une mesure de la sous-utilisation des capacités dans l'équation.

25 Comme pour les résultats précédents, la qualité estimée de la prévision pourrait également dépendre du choix des paramètres. Toutefois, les autres paramétrages intégrant le taux de change comme variable explicative supplémentaire ou la sélection d'un retard selon le critère AIC n'ont pas systématiquement abouti à des prévisions plus exactes.

**Graphique 6** Qualité prédictive des prévisions conditionnelles à un an dérivées d'une courbe de Phillips pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sur la période 2008-2013



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.  
Notes : L'étendue de l'erreur-type (racine de l'erreur quadratique moyenne-RSME) pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires résulte du modèle  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{gap}_{t-1} + \varepsilon_t$  pour les différents pays. Le modèle est estimé de manière récursive, à partir de 1999 et la RSME est évaluée sur la période 2008-2013 pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. La RSME est rapportée à la RSME résultant d'un processus autorégressif d'ordre 1 (correspondant à la régression précédente avec  $\gamma=0$ ). Pour la zone euro, les prévisions sont effectuées soit directement, en appliquant le modèle aux données agrégées (signe négatif rouge) soit indirectement par agrégation des prévisions par pays (carré bleu). Pour la définition des variables, cf. les notes du graphique 2.

### 4.3 ÉVOLUTIONS DE L'INFLATION DURANT LES PÉRIODES DE SOUS-UTILISATION PERSISTANTE ET PRONONCÉE

Après la crise financière et la récession qui a suivi, le PIB effectif est devenu inférieur au PIB potentiel, entraînant un important écart de production négatif pour la zone euro. La reprise attendue dans la plupart des pays de la zone euro ne devant être que progressive, d'importantes capacités inutilisées devraient subsister pendant une période prolongée. Cependant, l'inflation devrait s'accroître légèrement sur l'horizon de projection. Plusieurs facteurs peuvent expliquer la hausse de l'inflation, en dépit de l'importance de la sous-utilisation des capacités, notamment des anticipations d'inflation solidement ancrées, des rigidités nominales à la baisse, des goulets d'étranglement régionaux ou sectoriels et la vitesse des évolutions de l'économie (les effets d'inertie dynamique, cf. encadré).

#### Encadré

#### ÉLÉMENTS ATTESTANT D'EFFETS D'INERTIES DYNAMIQUES (EFFETS DE *SPEED LIMIT*) SUR L'INFLATION DANS LA ZONE EURO

La relation entre inflation et sous-utilisation des capacités productives dans l'économie est habituellement examinée à partir d'un modèle de courbe de Phillips linéaire simple (comme décrit dans la section 2), où les tensions inflationnistes sont liées au niveau de l'écart de PIB ou de l'écart de chômage. Toutefois, les évolutions de l'économie et des écarts peuvent également jouer un rôle. Cet encadré évalue s'il existe des éléments attestant de la présence de tels effets d'inerties dynamiques dans la zone euro, par le biais desquels une variation importante des écarts de PIB ou de chômage est susceptible d'entraîner des tensions inflationnistes, même si le niveau de sous-emploi des capacités productives demeure élevé.

Il existe plusieurs canaux au travers desquels les effets d'inerties dynamiques peuvent se manifester. Par exemple, les frictions affectant le redéploiement des facteurs de production, à savoir le capital et le travail, pourraient conduire l'économie à faire face à des goulets d'étranglement et entraîner des tensions à la hausse sur l'inflation et ce, même en présence d'une sous-utilisation des capacités productives. Les entreprises ont généralement besoin de temps pour adapter leur capacité de production (c'est-à-dire organiser et mettre en place) afin de répondre à l'évolution de la demande. En outre, les travailleurs licenciés ne peuvent pas être réemployés et être productifs immédiatement, mais ont souvent besoin de stages et de formations. Les entreprises subissent donc des coûts d'ajustement de la production venant s'ajouter aux coûts de production et pouvant se traduire par des goulets d'étranglement temporaires au niveau de l'offre si la demande s'accroît plus rapidement que les capacités de production ne sont mises en place. Les modifications de la composition de la demande peuvent également exercer des tensions sur les prix dans certains secteurs, tandis que des sous-capacités importantes persistent dans d'autres secteurs <sup>1</sup>. Dans la zone euro, les frictions liées à la forte hétérogénéité entre les pays et une mobilité des facteurs limitée pourraient créer des goulets d'étranglement dans certains pays et tirer l'inflation à la hausse, bien qu'un degré élevé de sous-utilisation des capacités persiste dans la zone euro dans son ensemble. Les éléments empiriques dont on dispose s'agissant des effets d'inerties dynamiques sont assez contradictoires <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Pour de plus amples détails, cf. A. Dwyer, K. Lam, et A. Gurney, *Inflation and the Output Gap in the UK* du *Economic Working Paper*, n° 6, Trésor, 2010.

<sup>2</sup> Par exemple, D. Turner, *Speed Limit and Asymmetric Inflation Effects from the Output Gap in the Major Seven Economies*, *Economic Studies*, n° 24, OCDE, 1995, présente des éléments attestant de la présence d'effets d'inerties dynamiques dans trois des sept principales économies de l'OCDE (Allemagne, Italie et Japon) sur la période 1960-1993.

**Courbe de Phillips estimée pour la zone euro sur la base du niveau et des variations de la sous-utilisation des capacités productives**

	sous-utilisation des capacités productives = écart de PIB		sous-utilisation des capacités productives = écart de chômage	
	(1)	(2)	(3)	(3)
inflation	0,88***	0,90***	0,90***	0,92***
sous-utilisation $_{t-1}$ (niveau)	0,06***	0,06***	0,09**	0,06**
sous-utilisation $_{t-1}$ (variation)		0,11**		0,37***
R-carré ajusté	0,884	0,887	0,876	0,883
pays = 18				
observations = 1 075				

Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs BCE.

Notes : \*\*\*, \*\* et \* dénotent une pertinence statistique aux niveaux 1 %, 5 % et 10 %, respectivement. Le tableau présente les estimations de panel pour 18 pays de la zone euro sur la base d'un modèle à effets fixes. La période d'échantillonnage va du quatrième trimestre 1999 au quatrième trimestre 2013. Une courbe de Phillips générale est estimée en utilisant le taux de croissance de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie comme variable dépendante et les régresseurs incluent une valeur retardée de la variable dépendante, un trimestre de retard pour la sous-utilisation des capacités productives, ainsi qu'une variation retardée sur un trimestre de la sous-utilisation, afin de rendre compte du niveau et de l'effet d'inerties dynamiques sur l'inflation. Les colonnes (1) et (2) présentent les coefficients estimés utilisant l'écart de PIB comme mesure de la sous-utilisation, tandis que l'écart de chômage est utilisé dans les colonnes (3) et (4). Les estimations de la Commission européenne (obtenues par interpolation afin d'avoir des données trimestrielles) des écarts de PIB et de chômage sont utilisées dans les estimations.

Au stade actuel, l'existence de tels effets pourrait constituer un facteur explicatif de l'accélération à venir de l'inflation dans la zone euro, même si la sous-utilisation des capacités productives devrait rester importante<sup>3</sup>. Comme le montre le tableau, les estimations établies sur la base d'une courbe de Phillips générale, comprenant un retard d'un trimestre tant pour la sous-capacité productive que pour la variation de celle-ci, vont dans le sens de l'existence d'effets d'inerties dynamiques dans la zone euro (quelle que soit la mesure de la sous-capacité retenue). De fait, les résultats suggèrent l'existence d'effets positifs significatifs d'un point de vue statistique exercés sur l'inflation à la fois par le niveau et la variation des sous-capacités productives dans la zone euro.

3 D'autres facteurs, tels que le rôle des anticipations d'inflation et de la sous-utilisation des capacités productives au niveau mondial, peuvent également tirer l'inflation à la hausse, même si la sous-utilisation des capacités productives demeure importante. Pour une analyse de l'importance des anticipations d'inflation dans le processus inflationniste, cf., par exemple, M. Forsells et G. Kenny, *Further evidence on the properties of consumers' inflation expectations in the euro area* et M. Paloviita et M. Vrnén, *The role of expectations in the inflation process in the euro area*, dans P. Sinclair, (ed.), *Inflation Expectations*, Routledge, 2010. Pour plus de détails sur le rôle de sous-utilisation des capacités productive au niveau mondial, cf., par exemple, C. Borio, et A. Filardo, *Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*, Working Paper Series, n° 227, BRI, 2007.

Dans ce contexte, la présente section décrit les évolutions de l'inflation dans la zone euro durant les périodes caractérisées par la persistance d'un degré élevé de sous-utilisation des capacités de l'économie et compare les plus récents épisodes de cette nature aux expériences passées. Conformément aux études précédentes, une période de persistance d'écarts de production importants se définit par un épisode d'écarts de production négatifs dépassant - 1,5 % pendant au moins huit trimestres consécutifs<sup>26</sup>. Sur la période échantillon la plus longue, du premier trimestre 1970 au quatrième trimestre 2011, on recense 27 épisodes de cette nature dans la zone euro (cf. tableau).

Tous les pays de la zone euro, à l'exception de l'Autriche, de Chypre, de l'Italie et de Malte, ont connu au moins un épisode d'écarts de production importants et persistants, et certains pays, comme l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, le Luxembourg et la Finlande, ont traversé trois périodes de cette nature. Sur la période échantillon, un épisode d'écarts de production négatifs importants et persistants dure en moyenne près de trois ans (11,9 trimestres), avec un écart de production moyen de - 3,7 %. La période qui a débuté avec la crise financière mondiale de 2008 compte un tiers (neuf) du nombre

26 Cf. A. Meier, *Still Minding the Gap – Inflation Dynamics during Episodes of Persistent Large Output Gaps*, document de travail du FMI n° 189, 2010.

## Historique des épisodes d'écart de production importants et persistants

Pays	Période	Durée (trimestres)	Écart moyen	Point bas
Belgique	T1 1977 - T3 1979	11	-1,9	-2,4
	T2 1985 - T3 1987	10	-1,7	-2
Allemagne	T2 2003 - T4 2005	11	-1,9	-2,4
Estonie	T1 2009 - T4 2010	8	-8	-11
Espagne	T3 1980 - T3 1986	25	-2,5	-3,1
	T1 1993 - T1 1997	17	-2,9	-3,8
	T1 2009 - T4 2011 (au moins)	≥ 12	-4,4	-5
France	T1 2009 - T4 2010	8	-2,5	-3,3
Grèce	T1 1974 - T4 1975	8	-4,1	-6,4
	T3 1982 - T2 1984	8	-2,2	-2,8
	T3 2009 - T4 2011 (au moins)	≥ 10	-5,9	-10,2
Irlande	T4 1982 - T4 1988	25	-3,6	-5,7
	T1 1993 - T4 1994	8	-2,7	-3,1
	T1 2009 - T2 2011	10	-4,4	-5,8
Luxembourg	T1 1982 - T4 1983	8	-2,7	-3,1
	T3 1995 - T3 1997	9	-2,8	-3,7
	T1 2009 - T1 2011	9	-3,5	-5,5
Lettonie	T1 2009 - T4 2011 (au moins)	≥ 12	-9,7	-14,3
Pays-Bas	T1 1982 - T4 1983	8	-2,2	-2,6
	T4 2002 - T3 2005	12	-2,1	-2,7
Portugal	T1 1975 - T4 1978	16	-6,3	-8,8
	T1 1984 - T4 1986	12	-3,7	-4,3
Slovénie	T1 2009 - T4 2010	8	-3,2	-5
Slovaquie	T4 1999 - T2 2003	15	-2,2	-2,7
Finlande	T2 1976 - T2 1979	13	-4,2	-5,8
	T3 1991 - T3 1996	21	-4,1	-6,4
	T1 2009 - T4 2010	8	-4,1	-6,3
<b>Moyenne</b>		<b>11,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,1</b>

Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : La liste est constituée des périodes où l'écart de production a été inférieur à -1,5 % pendant au moins huit trimestres consécutifs. Les données étudiées correspondent aux estimations de la Commission européenne relatives à l'écart de production de 18 pays de la zone euro, la période d'échantillonnage la plus longue allant du premier trimestre 1970 au quatrième trimestre 2011. Pour l'Autriche, Chypre, l'Italie et Malte, aucun épisode ne présente d'intérêt sur la période échantillon. Les valeurs trimestrielles sont obtenues par interpolation des estimations de l'écart de production.

total d'épisodes observés. La majorité des États membres de la zone euro (dix pays) ont connu un nouvel épisode d'écart de productions importants et persistants depuis le quatrième trimestre 2011.

Le graphique 7 représente la distribution des trajectoires des écarts de production dans l'échantillon de périodes identifiées de sous-utilisation importante et persistante des capacités de production. Après le début de la crise financière en 2008, l'écart de production de la zone euro a atteint un point bas au bout de trois trimestres conformément aux régularités passées, mais il s'est réduit plus rapidement que la moyenne des épisodes précédents. Cette évolution peut être attribuée en partie au ralentissement de la croissance potentielle dans la zone euro après 2008<sup>27</sup>. L'écart négatif estimé aurait été plus important si, outre la croissance du PIB effectif, la croissance potentielle du PIB n'avait pas également fortement ralenti. La crise de la dette souveraine qui a suivi la crise financière a entraîné une nouvelle contraction de l'activité économique, et l'écart de production s'est creusé, à partir d'un niveau négatif. Lors de cet épisode, le point bas de l'écart de production a été atteint plus tard, et s'est rétréci

<sup>27</sup> Pour plus de précisions, cf. l'article intitulé *PIB potentiel, sous-utilisation des capacités et lien avec les évolutions nominales depuis le début de la crise* du *Bulletin mensuel* de novembre 2013.

plus progressivement qu'au cours des épisodes précédents. Pour l'avenir, les projections (reposant sur les prévisions économiques de l'hiver 2014 de la Commission européenne) indiquent que l'écart de production devrait se résorber peu à peu, mais qu'il restera légèrement négatif à la fin de l'horizon de projection. Cela implique des évolutions conformes aux régularités historiques pour les périodes prolongées de sous-utilisation des capacités de production.

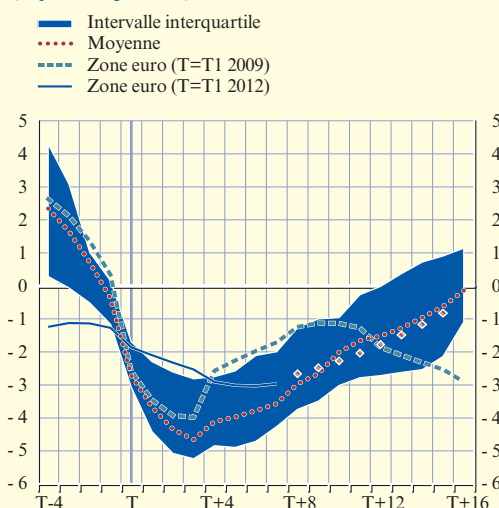
Les épisodes d'écart de productions importants et persistants ont été associés à une forte baisse des taux d'inflation (cf. graphique 8)<sup>28</sup>. En fait, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a tendance à baisser un peu avant l'épisode, et cette baisse dure en moyenne dix trimestres avant d'atteindre un plancher à de faibles niveaux. Ce fléchissement de l'inflation précédant l'épisode reflète l'écart de production négatif antérieur à son démarrage. Les évolutions de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie de la zone euro depuis 2012 sont caractérisées par une lenteur inhabituelle des baisses par rapport aux épisodes antérieurs (cf. graphique 8), y compris lors de la crise financière, où le recul avait également été faible et de courte durée au regard des évolutions passées (cf. graphique 9). L'ajustement plus limité de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie depuis la crise financière reflète largement les

relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés en raison de l'assainissement budgétaire entrepris dans plusieurs pays de la zone euro, ainsi que le maintien du niveau des marges bénéficiaires dans les secteurs protégés<sup>29</sup>. Il pourrait également refléter des rigidités nominales à la baisse, susceptibles de devenir plus contraignantes à de plus faibles niveaux d'inflation.

Manifestement, la réactivité de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires de la zone euro à la sous-utilisation des capacités de l'économie a diminué par rapport aux décennies précédentes, ce qui signifie qu'une variation relativement forte de la sous-utilisation est nécessaire pour que l'inflation soit affectée de manière significative. Ces conclusions sont cohérentes avec un aplatissement de la courbe de Phillips dans la zone euro ces dernières décennies, comme indiqué dans d'autres études (cf., par exemple, la référence de la note de bas de page numéro 4).

**Graphique 7 Écart de production durant les épisodes de sous-utilisation importante et persistante des capacités de production**

(en pourcentage du PIB)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : T représente le premier trimestre de chaque épisode durant lequel l'écart de production est inférieur à -1,5% pendant au moins huit trimestres consécutifs. Les données couvrent une période qui débute quatre trimestres avant l'épisode (T-4) et se termine seize trimestres après (T+16). L'amplitude du cycle des épisodes d'écart de production importants et persistants est calculée par la différence entre le quartile supérieur et le quartile inférieur des évolutions de l'ensemble des épisodes identifiés. Les données étudiées couvrent les estimations de la Commission européenne relatives à l'écart de production de 18 pays de la zone euro, la période échantillon la plus longue allant du premier trimestre 1970 au quatrième trimestre 2011. Les valeurs trimestrielles sont obtenues par interpolation des estimations de l'écart de production. Les losanges rouges représentent les projections de la Commission européenne relatives à l'écart de production de la zone euro pour 2014 et 2015.

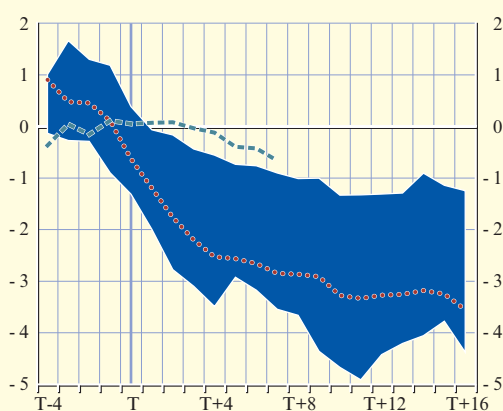
28 Cf. également A. Meier, *op. cit.*, pour des résultats similaires reposant sur une évaluation réalisée pour quinze pays de l'OCDE.

29 Pour plus de précisions, cf. l'article intitulé *Ajustement dans les différents pays de la zone euro : état des lieux* du *Bulletin mensuel* de mai 2013.

**Graphique 8** IPCH normalisé hors énergie et produits alimentaires durant les épisodes d'écart de production importants et persistants

(croissance annuelle, normalisée par rapport à la moyenne de l'inflation en glissement annuel sur les cinq années précédant le premier trimestre de chaque épisode)

— Intervalle interquartile  
 ..... Moyenne  
 - - - Zone euro (T=T1 2012)



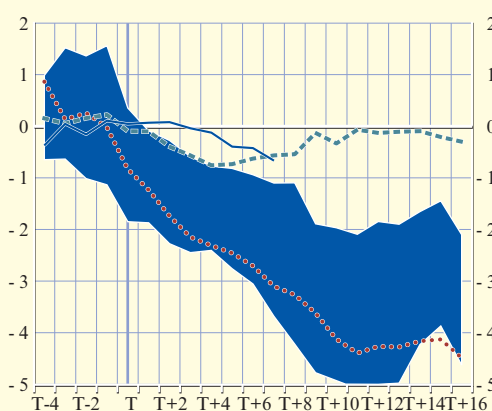
Sources : Eurostat, OCDE et calculs de la BCE.

Notes : Taux trimestriels normalisés de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires durant 24 épisodes d'écart de production importants et persistants (inférieurs à  $-1,5\%$  pendant au moins huit trimestres consécutifs) entre le premier trimestre 1970 et le quatrième trimestre 2011. La normalisation des taux d'inflation est effectuée par rapport à la moyenne de l'inflation sur les cinq années précédant le premier trimestre de chaque épisode (signalé par T). Les chiffres relatifs à la Grèce (1974-1975 et 1982-1984) et au Portugal (1975-1978) sont omis en raison de l'absence de données.

**Graphique 9** IPCH normalisé hors énergie et produits alimentaires en période d'écart de production importants et persistants à l'exclusion de la crise financière

(croissance annuelle, normalisée par rapport à la moyenne de l'inflation en glissement annuel sur les cinq années précédant le premier trimestre de chaque épisode)

— Intervalle interquartile  
 ..... Moyenne  
 - - - Zone euro (T=T1 2009)  
 — Zone euro (T=T1 2012)



Sources : Eurostat, OCDE et calculs de la BCE.

Notes : Cf. les notes du graphique 8. L'échantillon couvre quinze épisodes d'écart de production importants et persistants, la période échantillon la plus longue allant du premier trimestre 1970 au quatrième trimestre 2007, excluant donc la crise financière mondiale. Les chiffres relatifs à la Grèce (1974-1975 et 1982-1984) et au Portugal (1975-1978) sont omis en raison de l'absence de données.

## 5 AUTRES FACTEURS AFFECTANT LA RELATION ENTRE L'INFLATION ET LA SOUS-UTILISATION DES CAPACITÉS

L'analyse présentée plus haut fait abstraction de plusieurs facteurs susceptibles d'affecter la relation entre l'inflation et la sous-utilisation des capacités de l'économie. Il s'agit notamment des anticipations d'inflation, de la mondialisation ou des réformes structurelles destinées à renforcer la flexibilité des marchés du travail et des marchés des biens et services<sup>30</sup>.

Il est depuis longtemps admis que les anticipations reliées plus directement à l'inflation ou, plus indirectement, aux objectifs et à la conduite de la politique monétaire peuvent modifier les coefficients de la courbe de Phillips. En particulier, les engagements des autorités monétaires de maintenir la stabilité des prix en visant une cible d'inflation ont permis de réduire les taux d'inflation et d'ancrer les anticipations dans de nombreux pays. Certaines versions de la courbe de Phillips attribuent un rôle explicite aux anticipations d'inflation, en les intégrant comme variable explicative<sup>31</sup>. Toutefois, il est difficile d'établir la pertinence empirique de cette composante prospective par opposition avec la formulation rétrospective utilisant uniquement des décalages d'inflation, et il n'y a pas d'unanimité parmi les économistes sur

30 Pour davantage de détails, cf. G. Galati et W. Melick, *The Evolving Inflation Process: An Overview*, document de travail n° 196 de la BRI, 2006.

31 L'exemple le plus frappant est la courbe de Phillips des « nouveaux keynésiens » (hybride) dans laquelle l'inflation courante est déterminée par le coût marginal réel, par les anticipations d'inflation (et par l'inflation passée). Cf., par exemple, J. Galí et M. Gertler, *Inflation Dynamics: A Structural Econometric Approach*, *Journal of Monetary Economics*, n° 44(2), 1999.

la version offrant la meilleure représentation des données<sup>32</sup>. Néanmoins, il y a lieu de penser qu'il est important de tenir compte d'un changement de tendance de l'inflation pour évaluer des relations du type courbe de Phillips ou pour les appliquer à des fins de prévision, et les anticipations d'inflation à long terme peuvent servir d'approximation de cette tendance<sup>33</sup>. Enfin, il a été suggéré que les prévisions professionnelles souvent utilisées pourraient ne pas être les approximations les plus pertinentes des anticipations d'inflation dans le contexte de la courbe de Phillips<sup>34</sup>. Dès lors, si les anticipations d'inflation sont considérées être un déterminant important de l'inflation, il n'y pas d'unanimité sur la manière ou la nécessité de les intégrer au cadre empirique de la courbe de Phillips à court terme.

Les facteurs économiques mondiaux, notamment une plus forte concurrence internationale due à l'ouverture accrue, sont devenus d'importants moteurs de l'inflation domestique et peuvent donc avoir une incidence sur la courbe de Phillips<sup>35</sup>. Il existe plusieurs canaux au travers desquels la mondialisation peut influencer la dynamique de l'inflation. Par exemple, un accroissement de la concurrence internationale peut modifier le comportement des entreprises en matière de fixation des prix, qui devient plus contracyclique afin de défendre les parts de marché (les hausses de prix restent contenues en période d'expansion). Dans le même temps, un montant plus élevé d'échanges de biens et services dans l'économie renforce le rôle du taux de change dans la transmission internationale de l'inflation par le biais des prix des importations. En outre, sur le marché du travail, une augmentation de l'offre de main-d'œuvre étrangère ou la menace d'une externalisation de la production pour recourir à une main-d'œuvre moins chère peut limiter la progression des salaires et la rendre moins réactive à la situation intérieure du pays. Par conséquent, la mondialisation peut rendre les prix moins sensibles aux tensions issues de la demande intérieure, c'est-à-dire entraîner un aplatissement de la courbe de Phillips, mais elle peut aussi pentifier la courbe si l'intensification de la concurrence accroît la flexibilité des prix et des salaires<sup>36</sup>. Toutefois, on n'a relevé jusqu'ici aucune donnée empirique concluante confortant l'idée que la mondialisation a rendu l'inflation domestique moins réactive à la sous-utilisation des capacités intérieures et plus dépendante de l'utilisation des capacités à l'échelle mondiale. Si certains ont avancé que les modèles traditionnels d'inflation sont mal définis, dans la mesure où ils n'intègrent pas l'incidence de la sous-utilisation mondiale sur l'inflation domestique, d'autres concluent à une incidence seulement limitée ou non systématique des variables mondiales sur les prix intérieurs<sup>37</sup>.

Le degré de flexibilité des prix (mesuré par la fréquence d'ajustement ou le degré d'indexation) et le contexte institutionnel (pouvoir syndical et institutions intervenant dans les négociations salariales, législation sur la protection de l'emploi, etc.) joue un rôle important dans la détermination de la réactivité de l'inflation à la sous-utilisation des capacités de l'économie. Avec des marchés concurrentiels et flexibles, l'économie atteindrait des niveaux de production plus élevés à long terme. Dans le même temps, les tensions inflationnistes resteraient contenues. En outre, la réduction des rigidités rendrait les prix et les salaires plus réactifs à court terme aux variations des coûts ou des

32 Cf., par exemple, discussions in R., Gordon, *op. cit.*, S. Mavroeidis, M. Plagborg-Møller et J. H. Stock, *Empirical Evidence on Inflation Expectations in the New Keynesian Phillips Curve*, *Journal of Economic Literature*, vol. 52(1), 2014.

33 Cf., par exemple, J. Faust et J. H. Wright, *op. cit.*, et C. T. Carlstrom et T. S. Fuerst, *Explaining Apparent Changes in the Phillips Curve: Trend Inflation isn't Constant*, *Economic Commentary*, Banque fédérale de réserve de Cleveland, 2008.

34 Cf., par exemple, O. Coibion, et Y. Gorodnichenko, *Is The Phillips Curve Alive and Well After All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation*, document de travail du NBER n° 19598, 2013.

35 Par exemple, in C. Borio et A. Filardo, *op. cit.*, une relation est établie entre l'aplatissement de la courbe de Phillips et les progrès de la mondialisation.

36 Pour plus de précisions, cf. K. S. Rogoff, *Impact of Globalization on Monetary Policy*, débats de la conférence de Jackson Hole organisée par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, 2006

37 Des données attestant de l'importance de la sous-utilisation mondiale en tant que déterminant de l'inflation domestique ont été présentées par exemple par C. Borio et A. Filardo, *op. cit.*. Toutefois, leurs conclusions ont été mises en cause, par exemple, par J. Ihrig, S. B. Kamin, D. Lindner et J. Marquez, *Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis*, *International Finance*, vol. 13(3), 2010. De même, A. Calza, *Globalisation, domestic inflation and global output gaps – evidence from the euro area*, document de travail n° 890 de la BCE, 2008, trouve peu d'éléments soutenant l'« hypothèse d'écart de production mondial » dans le cas de la zone euro.



mesures de la sous-utilisation des capacités de production de l'économie (modifiant la pente de la courbe de Phillips). Par conséquent, une économie dont les marchés des biens et services et du travail sont flexibles peut répondre plus rapidement aux chocs et éviter la hausse des coûts représentée par la perte de production et le taux de chômage plus élevé associés à un ajustement plus lent et plus long des économies rigides. En particulier, il a été montré que l'ajustement économique nécessaire faisant suite à une crise financière s'accompagne d'une moindre perte de production et de plus fortes réductions des prix dans une économie dont les rigidités réelles et nominales sont faibles<sup>38</sup>.

Les ajustements de prix récents observés dans la zone euro pourraient avoir été influencés par des mutations structurelles dans de nombreux pays. En effet, le recul relatif de l'inflation dans les pays les plus en difficulté coïncide avec d'importants efforts de réformes structurelles visant à supprimer les rigidités nominales des prix et des salaires et à améliorer la flexibilité des marchés du travail et des biens et services. Ces réformes structurelles entraînent un accroissement de la production potentielle et ont de ce fait des conséquences pour les estimations du degré de sous-utilisation des capacités de l'économie, mais elles pourraient également amplifier la réactivité future de l'inflation à la sous-utilisation des capacités. Ainsi, la courbe de Phillips devient encore plus incertaine dans de nombreux pays de la zone euro en raison de l'incidence des réformes entreprises.

## 6 CONCLUSIONS

La courbe de Phillips offre un cadre intuitif pour évaluer la relation entre le niveau de sous-utilisation des capacités productives et le taux d'inflation dans une économie et a constitué un outil apprécié pour expliquer et prévoir les évolutions de l'inflation.

Cependant, un certain nombre de limites soulignées dans le présent article suggèrent que la perspective donnée par une courbe de Phillips simple représente une base d'analyse insuffisante pour prévoir l'inflation et orienter la politique monétaire. En particulier, à ce jour, aucune spécification optimale unique de la courbe de Phillips n'a été clairement établie à ces fins. En revanche, il en existe plusieurs, toutes plausibles, utilisant par exemple différentes mesures de la sous-utilisation des capacités de l'économie. De plus, le caractère approprié de ces spécifications est susceptible de varier d'un pays à l'autre. Cela se vérifie en particulier pour la zone euro, dont les différents pays sont caractérisés par une hétérogénéité importante en termes de structure économique et de paysage institutionnel, notamment en ce qui concerne les marchés du travail et des biens et services.

Tenir compte d'une grande diversité de spécifications de la courbe de Phillips peut permettre, dans une certaine mesure, de se prémunir contre ces incertitudes et, en particulier, d'obtenir des performances prédictives plus robustes. Globalement, toutefois, le cadre ne suffit pas à rendre compte de la complexité du processus d'inflation et des relations avec ses déterminants.

Dans ce contexte, le cadre analytique à deux piliers de la BCE est construit à partir d'un grand nombre d'outils et d'indicateurs précis permettant d'évaluer les évolutions de l'économie réelle et des prix, et la relation établie par la courbe de Phillips entre la sous-utilisation des capacités et l'inflation n'en constitue qu'un élément parmi d'autres. En particulier, le dispositif de la BCE comporte un cadre de prévision global des évolutions à court et à moyen terme de l'inflation, reposant sur un grand nombre de modèles et sur une analyse économique et monétaire<sup>39</sup>.

38 Pour plus de précisions, cf. C. Cuervo, I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch et R. Raciborski, *Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment*, *Economic Papers*, European Economy, (Bruxelles : Commission européenne)

39 Cf. *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, juin 2001, disponible sur le site internet de la BCE.



# STATISTIQUES DE LA ZONE EURO





# TABLE DES MATIÈRES <sup>1</sup>

## VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

Tableau synthétique des indicateurs économiques de la zone euro

S5

## I STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

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

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

## 3 COMPTES DE LA ZONE EURO

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

## 4 MARCHÉS FINANCIERS

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

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

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

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

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

---

#### Conventions utilisées dans les tableaux

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



## VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

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

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2), 3)</sup>	M3 <sup>2), 3)</sup> Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques <sup>2)</sup>	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM <sup>2)</sup>	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période)	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,57	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	1,0	0,22	2,24
2013 T3	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,5	0,22	2,05
2013 T4	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,4	0,24	2,24
2014 T1	6,0	2,4	1,1	-	-2,2	-1,1	0,30	1,82
2014 T2	.	.	.	.	.	.	0,30	1,44
2014 Janvier	6,1	2,4	1,1	1,1	-2,3	-1,1	0,29	1,89
2014 Février	6,2	2,4	1,3	1,1	-2,2	-1,0	0,29	1,88
2014 Mars	5,6	2,2	1,0	1,0	-2,2	-1,1	0,31	1,82
2014 Avril	5,2	2,0	0,7	0,9	-1,8	-2,7	0,33	1,72
2014 Mai	5,0	2,1	1,0	.	-2,0	.	0,32	1,56
2014 Juin	.	.	.	.	.	.	0,24	1,44

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

	IPCH <sup>1)</sup>	Prix à la production	Coûts horaires de main-d'œuvre	PIB en volume (données cvs)	Production industrielle (hors construction)	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (%)	Emploi (données cvs)	Chômage (% de la population active ; données cvs)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	1,9	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,3
2013	1,4	-0,2	1,5	-0,4	-0,7	78,3	-0,8	11,9
2013 T4	0,8	-1,1	1,6	0,5	1,6	79,3	-0,4	11,9
2014 T1	0,7	-1,6	0,9	0,9	1,2	79,8	0,1	11,7
2014 T2	0,6	.	.	.	.	.	.	.
2014 Janvier	0,8	-1,3	-	-	1,7	80,1	-	11,8
2014 Février	0,7	-1,7	-	-	1,8	-	-	11,7
2014 Mars	0,5	-1,7	-	-	0,2	-	-	11,7
2014 Avril	0,7	-1,2	-	-	1,4	79,5	-	11,6
2014 Mai	0,5	-1,0	-	-	.	-	-	11,6
2014 Juin	0,5	.	-	-	.	-	-	.

### 3. Statistiques extérieures

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

	Balance des paiements (flux nets)			Avoirs de réserve (encours, en fin de période)	Position extérieure nette (en % du PIB)	Dette extérieure brute (en % du PIB)	Taux de change effectif de l'euro : TCE-20 <sup>5)</sup> (indice T1 1999 = 100)		Taux de change EUR/USD
	Comptes de transactions courantes et de capital	Biens	Investissements directs et de portefeuille cumulés				Nominal	Réel (sur la base de l'IPC)	
2012	139,6	89,0	23,9	689,4	-13,2	128,8	97,9	95,6	1,2848
2013	247,8	165,2	80,9	542,1	-12,1	121,0	101,7	98,9	1,3281
2013 T3	56,0	38,1	-7,7	586,8	-13,3	125,2	101,9	99,2	1,3242
2013 T4	95,5	48,0	45,5	542,1	-12,1	121,0	103,1	100,0	1,3610
2014 T1	47,9	35,6	44,5	570,6	.	.	103,9	100,7	1,3696
2014 T2	.	.	.	.	.	.	103,8	100,1	1,3711
2014 Janvier	8,0	0,7	10,3	570,8	-	-	103,4	100,3	1,3610
2014 Février	16,5	15,5	57,4	578,6	-	-	103,6	100,4	1,3659
2014 Mars	23,5	19,3	-23,2	570,6	-	-	104,6	101,3	1,3823
2014 Avril	19,9	15,7	-107,0	568,0	-	-	104,5	101,0	1,3813
2014 Mai	.	.	.	568,7	-	-	103,8	100,1	1,3732
2014 Juin	.	.	.	.	-	-	103,0	99,1	1,3592

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

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

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

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

3) M3 et ses composantes ne recouvrent pas les avoirs des non-résidents de la zone euro en titres d'OPCVM monétaires et en titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans.

4) Calculés à partir des courbes de rendements d'obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro. Pour plus d'informations, cf. la section 4.7

5) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales



## STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

1. Actif	30 mai 2014	6 juin 2014	13 juin 2014	20 juin 2014	27 juin 2014
<b>Avoirs et créances en or</b>	326 477	326 478	326 478	326 479	326 479
<b>Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro</b>	245 902	248 259	247 484	244 415	244 416
<b>Créances en devises sur les résidents de la zone euro</b>	23 788	22 865	23 399	25 542	24 394
<b>Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro</b>	19 592	19 925	18 836	18 404	18 563
<b>Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro</b>	679 749	653 280	607 617	565 019	568 373
Opérations principales de refinancement	174 002	149 351	136 766	97 887	115 041
Opérations de refinancement à plus long terme	505 682	503 892	470 840	467 126	453 276
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	64	37	11	5	56
Appels de marge versés	1	0	0	0	0
<b>Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro</b>	57 409	61 125	63 814	62 898	65 198
<b>Titres en euros émis par les résidents de la zone euro</b>	573 745	570 850	569 966	569 373	570 574
Titres détenus à des fins de politique monétaire	215 260	212 847	212 543	209 920	209 920
Autres titres	358 485	358 003	357 423	359 453	360 654
<b>Créances en euros sur les administrations publiques</b>	27 267	27 267	27 267	27 267	27 267
<b>Autres actifs</b>	243 166	242 266	239 419	240 579	242 834
<b>Total de l'actif</b>	<b>2 197 095</b>	<b>2 172 316</b>	<b>2 124 281</b>	<b>2 079 975</b>	<b>2 088 099</b>
<b>2. Passif</b>					
<b>Billets en circulation</b>	953 817	957 808	956 549	955 931	958 314
<b>Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	352 187	343 693	325 814	237 777	243 158
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	209 392	187 123	199 831	211 226	217 727
Facilité de dépôt	39 910	37 312	17 175	26 544	25 423
Reprises de liquidité en blanc	102 878	119 200	108 650	0	0
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Appels de marge reçus	7	58	158	7	7
<b>Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	1 687	1 848	2 663	8 014	8 560
<b>Certificats de dette émis</b>	0	0	0	0	0
<b>Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	163 008	141 639	124 145	168 296	171 568
<b>Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro</b>	76 456	78 278	67 104	61 649	59 728
<b>Engagements en devises envers les résidents de la zone euro</b>	1 005	989	971	1 057	809
<b>Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro</b>	5 342	6 638	6 588	6 192	5 477
<b>Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI</b>	52 830	52 830	52 830	52 830	52 830
<b>Autres passifs</b>	209 205	206 278	205 302	204 012	203 433
<b>Comptes de réévaluation</b>	288 913	288 913	288 913	288 913	288 913
<b>Capital et réserves</b>	92 644	93 403	93 403	95 305	95 309
<b>Total du passif</b>	<b>2 197 095</b>	<b>2 172 316</b>	<b>2 124 281</b>	<b>2 079 975</b>	<b>2 088 099</b>

Source : BCE



## 1.2 Taux directeurs de la BCE

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

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

Source : BCE

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

### 1.3 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème effectuées selon des procédures d'appels d'offres <sup>1), 2)</sup>

(montants en millions d'euros ; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

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

Date de règlement	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
					Taux de soumission minimal	Taux marginal <sup>4)</sup>	Taux moyen pondéré	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Opérations principales de refinancement								
2014 26 mars	121 305	121	121 305	0,25	–	–	–	7
2 avril	110 643	113	110 643	0,25	–	–	–	7
9	104 619	142	104 619	0,25	–	–	–	7
16	112 165	172	112 165	0,25	–	–	–	7
23	121 816	155	121 816	0,25	–	–	–	7
30	172 621	266	172 621	0,25	–	–	–	7
7 mai	129 140	177	129 140	0,25	–	–	–	7
14	137 302	199	137 302	0,25	–	–	–	7
21	131 957	193	131 957	0,25	–	–	–	7
28	174 002	267	174 002	0,25	–	–	–	7
4 juin	149 351	229	149 351	0,25	–	–	–	7
11	136 766	193	136 766	0,15	–	–	–	7
18	97 887	150	97 887	0,15	–	–	–	7
25	115 041	151	115 041	0,15	–	–	–	7
2 juillet	97 103	124	97 103	0,15	–	–	–	7
Opérations de refinancement à plus long terme <sup>5)</sup>								
2014 15 janvier	7 092	28	7 092	0,25	–	–	–	28
30	4 955	69	4 955	0,25	–	–	–	92
12 février	6 480	30	6 480	0,25	–	–	–	28
27	6 297	63	6 297	0,25	–	–	–	91
12 mars	7 522	30	7 522	0,25	–	–	–	28
27	11 617	83	11 617	0,23	–	–	–	91
9 avril	28 023	35	28 023	0,25	–	–	–	35
2 mai <sup>6)</sup>	13 193	97	13 193	.	–	–	–	90
14	32 335	54	32 335	0,25	–	–	–	28
29 <sup>6)</sup>	10 949	89	10 949	.	–	–	–	91
11 juin	9 970	44	9 970	0,15	–	–	–	28
26 <sup>6)</sup>	10 386	84	10 386	.	–	–	–	91

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

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)		
						Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal	Taux marginal <sup>4)</sup>		Taux moyen pondéré	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 5 mars	Reprise de liquidité en blanc	219 131	165	175 500	–	–	0,25	0,23	0,22	7	
12	Reprise de liquidité en blanc	219 077	159	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7	
19	Reprise de liquidité en blanc	223 227	160	175 500	–	–	0,25	0,22	0,21	7	
26	Reprise de liquidité en blanc	180 901	138	175 500	–	–	0,25	0,25	0,22	7	
2 avril	Reprise de liquidité en blanc	199 721	152	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7	
9	Reprise de liquidité en blanc	192 515	156	172 500	–	–	0,25	0,24	0,22	7	
16	Reprise de liquidité en blanc	153 364	139	153 364	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
23	Reprise de liquidité en blanc	166 780	139	166 780	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
30	Reprise de liquidité en blanc	103 946	121	103 946	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
7 mai	Reprise de liquidité en blanc	165 533	158	165 533	–	–	0,25	0,25	0,23	7	
14	Reprise de liquidité en blanc	144 281	141	144 281	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
21	Reprise de liquidité en blanc	137 465	148	137 465	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
28	Reprise de liquidité en blanc	102 878	119	102 878	–	–	0,25	0,25	0,25	7	
4 juin	Reprise de liquidité en blanc	119 200	140	119 200	–	–	0,25	0,25	0,24	7	
11	Reprise de liquidité en blanc	108 650	122	108 650	–	–	0,15	0,15	0,13	7	

Source : BCE

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

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

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

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

Assiette des réserves à fin :	Total	Engagements soumis à un taux de réserves positif <sup>1)</sup>			Engagements soumis à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts à vue et dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts à terme d'une durée/remboursables avec un préavis > à 2 ans	Titres en pension	Titres de créance d'une durée > à 2 ans
	1	2	3	4	5	6	
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5	
2011	18 970,0	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8	
2012	18 564,7	9 971,7	637,5	2 583,9	1 163,1	4 208,4	
2013	17 847,1	9 811,6	518,8	2 447,1	1 152,6	3 917,1	
2013 Décembre <sup>2)</sup>	17 847,1	9 811,6	518,8	2 447,1	1 152,6	3 917,1	
2014 Janvier	18 010,5	9 834,5	569,0	2 436,0	1 233,4	3 937,5	
Février	17 994,9	9 825,2	572,2	2 409,7	1 281,0	3 906,9	
Mars	17 978,0	9 885,5	553,4	2 395,7	1 232,6	3 910,7	
Avril	18 000,0	9 948,1	541,2	2 364,4	1 257,2	3 889,1	

**2. Constitution des réserves**

Période de constitution prenant fin en :	Réserves à constituer	Comptes courants des établissements de crédit	Excédents de réserves	Déficits de réserves	Taux de rémunération des réserves obligatoires
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 11 février	103,6	216,0	112,4	0,0	0,25
11 mars	102,8	201,1	98,3	0,0	0,25
8 avril	103,6	195,2	91,6	0,0	0,25
13 mai	103,5	191,2	87,7	0,0	0,25
10 juin	103,9	192,3	88,3	0,0	0,25
8 juillet	104,4	.	.	.	.

**3. Liquidité**

Période de constitution prenant fin en :	Facteurs d'élargissement de la liquidité					Facteurs d'absorption de la liquidité					Comptes courants des établissements de crédit	Base monétaire
	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème					Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème	Autres facteurs (net)				
	Avoirs nets de l'Euro-système en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Facilité de prêt marginal	Autres opérations d'apport de liquidité <sup>3)</sup>				Facilité de dépôt			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1 073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2012	708,0	74,0	1 044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1 631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4
2014 14 janvier	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1 256,0
11 février	510,3	105,4	576,4	0,3	232,5	42,1	164,4	931,8	83,4	-12,9	216,0	1 190,0
11 mars	510,4	91,8	570,4	0,3	229,5	29,5	175,5	932,1	81,8	-17,6	201,1	1 162,8
8 avril	518,9	105,4	534,6	0,7	227,5	29,2	175,5	938,4	73,8	-25,0	195,2	1 162,8
13 mai	536,4	128,1	519,6	0,2	222,6	29,7	152,4	947,9	87,7	-2,1	191,2	1 168,8
10 juin	536,8	148,1	507,8	0,1	215,9	28,3	126,0	951,0	111,5	-0,4	192,3	1 171,6

Source : BCE

- 1 % à compter de la période de constitution des réserves débutant le 18 janvier 2012, et 2 % pour l'ensemble des périodes de constitution précédentes
- Inclut les assiettes de réserves des établissements de crédit en Lettonie. À titre transitoire, les établissements de crédit situés dans la zone euro peuvent décider de déduire de leur propre assiette de réserves les exigibilités envers les établissements situés en Lettonie. À compter de l'assiette 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).
- 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/mopolliqhtml/index.en.html>



# STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

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

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro				Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires <sup>2)</sup>	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs
		Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM	Total	Administrations publiques	Autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosystème</b>														
2012	5 288,1	3 351,2	16,9	1,0	3 333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	–	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4 073,0	2 283,2	15,0	1,2	2 267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	–	25,0	632,4	8,3	408,7
2013 T4	4 073,0	2 283,2	15,0	1,2	2 267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	–	25,0	632,4	8,3	408,7
2014 T1	3 916,3	2 087,4	15,0	1,2	2 071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	–	26,6	658,0	7,9	414,5
2014 Février	3 988,7	2 156,6	15,0	1,2	2 140,5	717,8	571,3	25,0	121,5	–	26,5	668,5	7,9	411,4
Mars	3 916,3	2 087,4	15,0	1,2	2 071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	–	26,6	658,0	7,9	414,5
Avril	3 926,6	2 101,1	14,1	1,2	2 085,9	712,3	567,6	22,7	122,0	–	26,7	662,3	8,0	416,3
Mai <sup>(p)</sup>	3 888,0	2 064,3	14,1	1,3	2 049,0	706,3	567,1	17,4	121,8	–	26,9	664,3	8,0	418,2
<b>IFM hors Eurosystème</b>														
2012	32 694,6	17 987,2	1 153,4	11 043,4	5 790,4	4 901,6	1 627,0	1 423,3	1 851,3	66,8	1 227,8	4 045,7	214,7	4 250,9
2013	30 444,8	16 983,4	1 082,4	10 651,2	5 249,7	4 671,4	1 694,3	1 334,4	1 642,7	58,1	1 232,7	3 856,0	210,6	3 432,6
2013 T4	30 444,8	16 983,4	1 082,4	10 651,2	5 249,7	4 671,4	1 694,3	1 334,4	1 642,7	58,1	1 232,7	3 856,0	210,6	3 432,6
2014 T1	30 586,7	16 943,9	1 092,9	10 642,0	5 208,9	4 697,9	1 774,5	1 305,9	1 617,6	54,0	1 249,2	3 981,5	202,3	3 458,0
2014 Février	30 744,2	16 974,8	1 095,3	10 640,9	5 238,6	4 752,1	1 768,8	1 317,4	1 665,9	53,2	1 237,8	4 003,8	208,4	3 514,1
Mars	30 586,7	16 943,9	1 092,9	10 642,0	5 208,9	4 697,9	1 774,5	1 305,9	1 617,6	54,0	1 249,2	3 981,5	202,3	3 458,0
Avril	30 738,8	16 962,3	1 093,7	10 651,0	5 217,6	4 679,0	1 790,7	1 270,7	1 617,7	54,0	1 267,9	4 035,9	202,8	3 537,0
Mai <sup>(p)</sup>	30 870,7	16 928,9	1 095,3	10 590,0	5 243,6	4 715,6	1 807,0	1 314,3	1 594,4	51,7	1 256,3	4 106,5	203,1	3 608,8

Source : BCE

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

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

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

**1. Actif**

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro			Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro			Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs <sup>2)</sup>
		Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro	Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2012	26 251,1	12 214,6	1 170,3	11 044,3	3 629,2	2 195,4	1 433,8	767,0	4 845,6	222,9	4 571,8
2013	24 650,4	11 749,8	1 097,4	10 652,4	3 621,2	2 261,8	1 359,4	791,9	4 488,4	218,9	3 780,1
2013 T4	24 650,4	11 749,8	1 097,4	10 652,4	3 621,2	2 261,8	1 359,4	791,9	4 488,4	218,9	3 780,1
2014 T1	24 909,8	11 751,2	1 108,0	10 643,2	3 681,3	2 352,5	1 328,7	804,2	4 639,5	210,2	3 823,4
2014 Février	24 991,4	11 752,3	1 110,2	10 642,1	3 682,5	2 340,0	1 342,5	792,3	4 672,3	216,3	3 875,7
Mars	24 909,8	11 751,2	1 108,0	10 643,2	3 681,3	2 352,5	1 328,7	804,2	4 639,5	210,2	3 823,4
Avril	25 045,6	11 759,9	1 107,7	10 652,2	3 651,6	2 358,2	1 293,3	825,6	4 698,1	210,8	3 899,7
Avril <sup>(p)</sup>	25 178,6	11 700,6	1 109,4	10 591,2	3 705,7	2 374,1	1 331,6	815,0	4 770,7	211,1	3 975,5
<b>Flux</b>											
2012	90,3	-35,2	-4,7	-30,6	113,1	183,6	-70,5	38,5	-151,1	-14,0	139,0
2013	-1 617,3	-276,3	-73,7	-202,6	-27,9	46,1	-74,1	14,0	-79,2	-2,1	-1 245,7
2013 T4	-671,7	-100,1	-8,0	-92,1	-137,7	-75,2	-62,5	-5,2	-13,8	0,5	-415,4
2014 T1	184,3	-3,8	9,1	-12,9	35,0	58,3	-23,4	13,4	117,9	-8,8	30,6
2014 Février	-23,1	-1,5	-8,3	6,7	1,5	12,3	-10,8	-5,5	16,3	-0,8	-32,9
Mars	-77,3	5,1	-2,3	7,4	-10,8	3,5	-14,2	10,9	-23,1	-6,0	-53,4
Avril	137,9	14,0	0,1	13,9	-36,9	0,0	-36,9	19,6	64,9	0,5	75,8
Mai <sup>(p)</sup>	90,5	-56,4	1,6	-58,0	46,7	9,7	36,9	-12,5	37,0	0,4	75,4

**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 <sup>3)</sup>	Titres de créance émis <sup>4)</sup>	Capital et réserves	Engagements envers les non-résidents	Autres passifs <sup>2)</sup>	Excédents d'engagements inter-IFM par rapport aux créances inter-IFM	
											1
<b>Encours</b>											
2012	26 251,1	876,8	251,0	10 934,9	467,9	2 853,4	2 396,4	3 793,2	4 729,6	-52,1	
2013	24 650,4	921,2	214,8	10 980,4	404,8	2 587,0	2 340,2	3 308,6	3 954,2	-60,9	
2013 T4	24 650,4	921,2	214,8	10 980,4	404,8	2 587,0	2 340,2	3 308,6	3 954,2	-60,9	
2014 T1	24 909,8	916,5	267,2	10 994,1	404,1	2 559,2	2 421,9	3 391,5	3 981,9	-26,5	
2014 Février	24 991,4	910,2	272,5	10 983,8	421,8	2 557,2	2 405,2	3 427,6	4 039,4	-26,3	
Mars	24 909,8	916,5	267,2	10 994,1	404,1	2 559,2	2 421,9	3 391,5	3 981,9	-26,5	
Avril	25 045,6	921,8	256,5	10 975,8	409,1	2 544,4	2 433,7	3 463,2	4 058,7	-17,7	
Mai <sup>(p)</sup>	25 178,6	928,9	289,6	11 000,8	403,8	2 562,9	2 427,2	3 478,4	4 116,7	-29,6	
<b>Flux</b>											
2012	90,3	19,5	-5,1	180,1	-18,2	-124,8	156,0	-251,7	151,0	-16,6	
2013	-1 617,3	44,4	-37,0	163,1	-46,6	-198,9	78,9	-441,7	-1 187,2	7,7	
2013 T4	-671,7	27,2	-58,9	23,5	-12,7	-25,7	-1,8	-179,2	-426,1	-18,1	
2014 T1	184,3	-5,3	52,0	9,4	-0,6	-27,1	38,4	70,7	13,9	32,9	
2014 Février	-23,1	1,9	36,9	28,8	-0,7	-16,3	5,3	-16,4	-77,2	14,6	
Mars	-77,3	6,3	-5,3	10,0	-17,6	2,5	19,5	-36,3	-56,0	-0,4	
Avril	137,9	5,3	-10,7	-17,5	5,1	-13,3	7,7	75,0	74,8	11,4	
Mai <sup>(p)</sup>	90,5	7,1	33,1	19,7	-5,2	11,6	-5,0	-13,1	54,1	-11,7	

Source : BCE

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

## 2.3 Statistiques monétaires <sup>1)</sup>

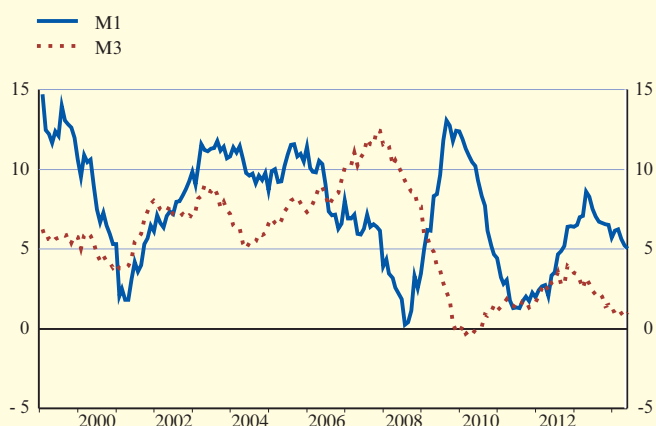
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 1. Agrégats monétaires <sup>2)</sup> et contreparties

	M1		M2	M3 - M2	M3	M3 Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Engagements financiers à long terme	Créances sur les administrations publiques	Créances sur les autres résidents de la zone euro <sup>3)</sup>		Créances nettes sur les non-résidents <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Prêts	Pour mémoire : prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>5)</sup>	11	12
<b>Encours</b>												
2012	5 107,1	3 882,3	8 989,4	790,1	9 779,5	-	7 569,0	3 406,0	13 055,3	10 854,0	-	1 035,6
2013	5 390,0	3 812,4	9 202,4	625,2	9 827,6	-	7 303,4	3 402,2	12 694,5	10 542,0	-	1 162,3
2013 T4	5 390,0	3 812,4	9 202,4	625,2	9 827,6	-	7 303,4	3 402,2	12 694,5	10 542,0	-	1 162,3
2014 T1	5 488,3	3 791,7	9 280,0	602,4	9 882,4	-	7 348,4	3 452,9	12 660,6	10 534,5	-	1 263,2
2014 Février	5 492,0	3 783,1	9 275,1	637,9	9 912,9	-	7 328,3	3 455,0	12 677,5	10 545,1	-	1 240,6
Mars	5 488,3	3 791,7	9 280,0	602,4	9 882,4	-	7 348,4	3 452,9	12 660,6	10 534,5	-	1 263,2
Avril	5 497,2	3 788,2	9 285,4	589,2	9 874,6	-	7 327,9	3 458,6	12 630,7	10 551,5	-	1 271,3
Mai <sup>5)</sup>	5 530,7	3 799,9	9 330,6	593,0	9 923,6	-	7 322,4	3 466,2	12 611,8	10 494,8	-	1 305,4
<b>Flux</b>												
2012	307,4	78,1	385,5	-55,4	330,0	-	-116,4	184,9	-102,6	-70,8	-15,1	99,3
2013	291,1	-66,7	224,4	-123,8	100,6	-	-89,6	-25,2	-305,1	-245,7	-219,8	361,7
2013 T4	48,7	-39,2	9,5	-20,1	-10,6	-	-17,8	-50,7	-152,6	-62,9	-57,1	155,2
2014 T1	90,4	-23,9	66,5	-22,4	44,1	-	8,5	16,8	-29,3	-11,1	-8,3	79,9
2014 Février	47,7	-9,7	38,0	-4,9	33,1	-	-10,7	-2,6	-9,8	6,4	8,5	36,7
Mars	-3,9	8,6	4,7	-35,5	-30,8	-	23,5	-11,1	-12,1	-4,3	-3,8	32,5
Avril	9,3	-3,2	6,1	-11,0	-4,9	-	-25,2	0,4	-28,2	21,9	23,2	11,2
Mai <sup>5)</sup>	30,7	10,5	41,2	3,9	45,1	-	-12,2	1,4	-19,1	-53,8	-4,9	26,7
<b>Taux de croissance</b>												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,5	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,1	99,3
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2013 T4	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2014 T1	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	375,7
2014 Février	6,2	-2,6	2,4	-12,4	1,3	1,1	-1,3	0,1	-2,3	-2,2	-2,0	375,7
Mars	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	375,7
Avril	5,2	-2,4	2,0	-15,3	0,7	0,9	-1,1	-0,9	-2,5	-1,8	-1,6	372,3
Mai <sup>5)</sup>	5,0	-1,9	2,1	-13,4	1,0	-	-1,2	-1,4	-2,5	-2,0	-1,4	344,5

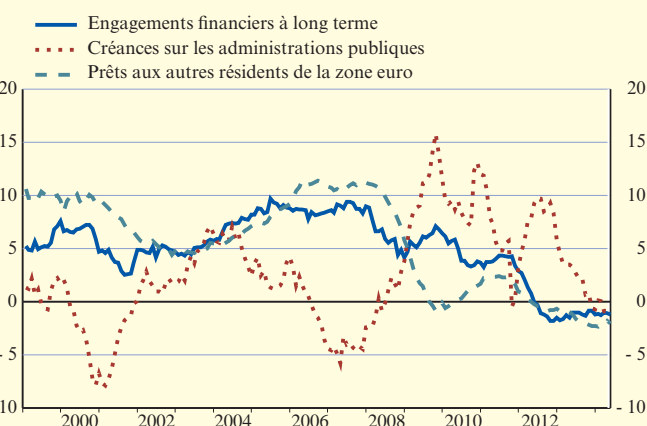
### G1 Agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)



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

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE

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

## 2.3 Statistiques monétaires <sup>1)</sup>

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

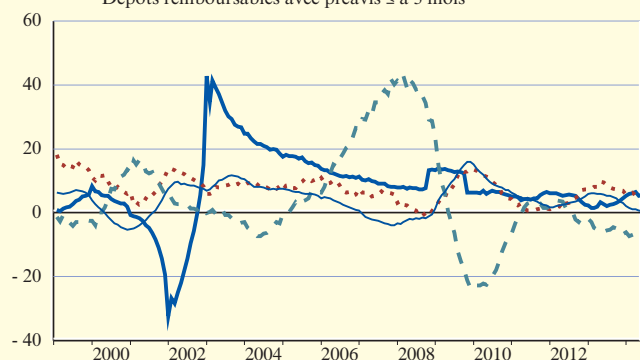
### 2. Composantes des agrégats monétaires et des engagements financiers à long terme

	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois	Pensions <sup>2)</sup>	Titres d'OPCVM monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans	Titres de créance d'une durée > à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > à 3 mois	Dépôts à terme d'une durée > à 2 ans	Capital et réserves
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2012	863,9	4 243,1	1 801,8	2 080,6	123,7	483,3	183,2	2 685,0	106,1	2 395,2	2 382,7
2013	909,6	4 480,4	1 690,8	2 121,6	118,8	417,9	88,5	2 510,7	91,7	2 372,8	2 328,2
2013 T4	909,6	4 480,4	1 690,8	2 121,6	118,8	417,9	88,5	2 510,7	91,7	2 372,8	2 328,2
2014 T1	926,3	4 561,9	1 667,4	2 124,3	116,8	402,0	83,6	2 472,6	91,2	2 358,7	2 425,9
2014 Février	919,1	4 572,9	1 664,3	2 118,8	130,1	421,2	86,6	2 470,5	91,3	2 360,4	2 406,0
Mars	926,3	4 561,9	1 667,4	2 124,3	116,8	402,0	83,6	2 472,6	91,2	2 358,7	2 425,9
Avril	925,7	4 571,5	1 664,3	2 123,9	119,2	401,8	68,3	2 468,4	91,1	2 321,8	2 446,6
Mai <sup>(p)</sup>	928,5	4 602,2	1 672,9	2 127,0	120,5	395,2	77,3	2 480,6	91,1	2 310,6	2 440,1
<b>Flux</b>											
2012	20,2	287,2	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,7
2013	45,6	245,5	-109,9	43,2	-11,9	-48,6	-63,3	-137,2	-14,3	-18,4	80,3
2013 T4	15,9	32,9	-28,6	-10,6	9,6	-3,4	-26,3	17,2	-1,8	-18,2	-15,1
2014 T1	16,1	74,3	-26,1	2,2	-2,1	-15,8	-4,6	-37,8	-0,5	-7,9	54,6
2014 Février	5,3	42,4	-9,2	-0,5	5,6	-6,3	-4,3	-19,1	0,5	-3,5	11,4
Mars	7,2	-11,1	3,1	5,5	-13,3	-19,1	-3,2	2,8	-0,2	-1,8	22,7
Avril	-0,7	10,0	-3,0	-0,3	2,4	-0,2	-13,2	-4,8	-0,1	-36,7	16,5
Mai <sup>(p)</sup>	2,8	27,9	7,5	3,0	1,1	-6,5	9,3	5,1	0,0	-12,3	-5,0
<b>Taux de croissance</b>											
2012	2,4	7,2	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2013 T4	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 T1	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	4,0
2014 Février	6,2	6,2	-7,0	1,1	-2,5	-9,2	-31,8	-5,8	-10,7	-0,7	3,6
Mars	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	4,0
Avril	5,3	5,2	-6,0	0,7	-7,9	-10,8	-39,1	-4,1	-8,3	-2,7	4,3
Mai <sup>(p)</sup>	5,5	4,9	-4,7	0,5	-7,1	-11,2	-27,9	-3,2	-6,7	-3,5	3,6

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

(taux de croissance annuels ; données cvs)

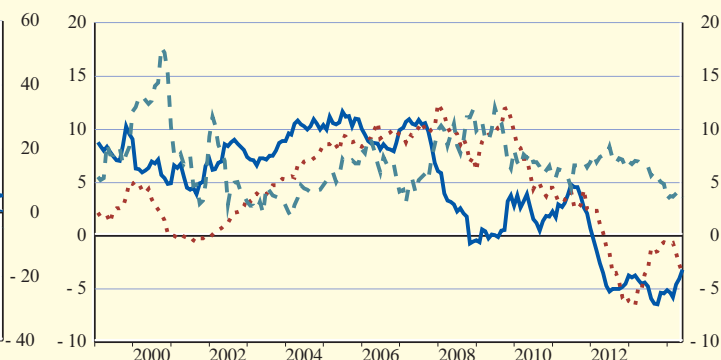
- Monnaie fiduciaire
- ... Dépôts à vue
- - - Dépôts à terme d'une durée ≤ à 2 ans
- Dépôts remboursables avec préavis ≤ à 3 mois



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

(taux de croissance annuels ; données cvs)

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



Source : BCE

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

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

## 2.3 Statistiques monétaires <sup>1)</sup>

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

### 3. Prêts en tant que contrepartie M3

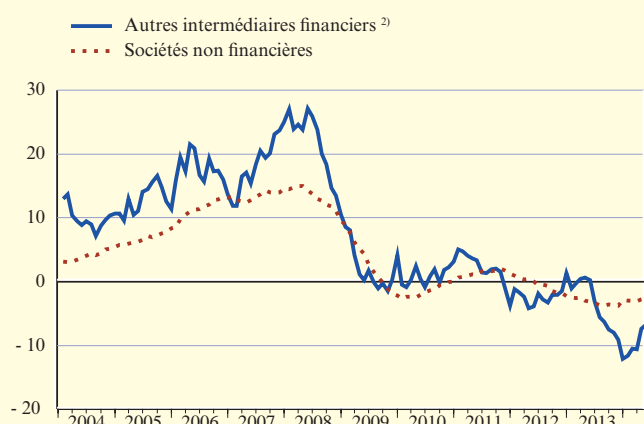
	Sociétés d'assurance et fonds de pension		Autres intermédiaires financiers <sup>2)</sup>		Sociétés non financières				Ménages <sup>3)</sup>			
	Total	Total	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
<b>Encours</b>												
2012	89,0	977,0	4 546,5	–	1 129,8	795,7	2 621,1	5 241,4	–	601,8	3 823,5	816,1
2013	98,3	866,8	4 356,1	–	1 067,9	740,5	2 547,8	5 220,7	–	573,3	3 851,6	795,7
2013 T4	98,3	866,8	4 356,1	–	1 067,9	740,5	2 547,8	5 220,7	–	573,3	3 851,6	795,7
2014 T1	101,1	861,6	4 339,7	–	1 058,7	734,7	2 546,3	5 232,1	–	572,6	3 867,1	792,4
2014 Février	102,5	863,2	4 348,3	–	1 048,0	741,7	2 558,5	5 231,2	–	571,9	3 865,5	793,8
Mars	101,1	861,6	4 339,7	–	1 058,7	734,7	2 546,3	5 232,1	–	572,6	3 867,1	792,4
Avril	100,0	885,7	4 329,6	–	1 047,4	739,0	2 543,1	5 236,3	–	571,1	3 871,8	793,4
Mai <sup>(p)</sup>	95,8	887,8	4 319,3	–	1 038,3	739,8	2 541,1	5 191,9	–	568,2	3 833,1	790,6
<b>Flux</b>												
2012	-2,0	12,9	-107,3	-60,1	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-119,2	-132,7	-127,5	-44,2	-44,9	-43,7	-3,4	14,1	-18,0	27,8	-13,1
2013 T4	3,0	-33,2	-25,2	-26,8	-8,5	-17,7	1,1	-7,5	-0,6	-6,3	7,0	-8,2
2014 T1	2,8	6,9	-28,5	-27,4	-7,1	-6,6	-14,8	7,7	9,1	0,4	10,2	-3,0
2014 Février	2,6	11,0	-13,2	-12,8	-10,4	2,2	-5,1	5,9	7,7	-0,4	7,3	-1,0
Mars	-1,4	-1,5	-4,0	-3,4	12,0	-5,9	-10,1	2,6	2,3	1,4	1,6	-0,4
Avril	-1,2	24,3	-6,3	-3,4	-10,7	7,0	-2,7	5,1	3,0	-1,1	4,9	1,3
Mai <sup>(p)</sup>	-4,2	0,8	-7,6	-4,5	-8,7	-1,0	2,1	-42,8	2,8	-2,2	-39,0	-1,6
<b>Taux de croissance</b>												
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 T4	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 T1	9,0	-10,6	-3,1	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
2014 Février	11,0	-10,5	-3,0	-3,2	-5,7	-4,8	-1,3	-0,1	0,4	-2,6	0,6	-1,8
Mars	9,0	-10,6	-3,1	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
Avril	5,4	-7,4	-2,8	-2,8	-5,1	-3,6	-1,5	0,0	0,4	-2,1	0,7	-1,7
Mai <sup>(p)</sup>	2,8	-6,7	-2,6	-2,5	-4,9	-3,8	-1,2	-0,7	0,5	-2,2	-0,3	-1,7

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

(taux de croissance annuels ; données brutes)

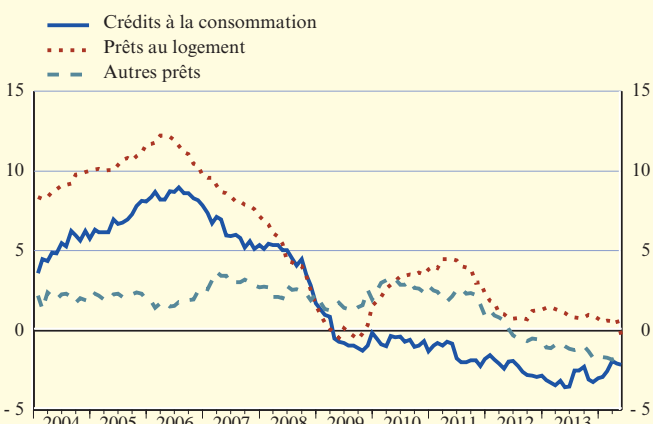
### G6 Prêts aux ménages <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Sont exclues les opérations de prise en pension de contreparties centrales à compter de juin 2010 ; les flux et les taux de croissance sont corrigés de cet effet.
- 3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.
- 4) Données corrigées de la décomptabilisation des prêts dans le bilan des IFM en raison de leur cession ou de leur titrisation.





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

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

**1. Prêts aux intermédiaires financiers et aux sociétés non financières**

	Sociétés d'assurance et fonds de pension				Autres intermédiaires financiers					Sociétés non financières			
	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Pensions auprès des contreparties centrales	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	<b>Encours</b>												
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	986,2	122,9	439,4	223,7	323,0	4 345,0	1 059,7	739,4	2 545,9
2013 T4	90,0	72,6	4,1	13,3	986,2	122,9	439,4	223,7	323,0	4 345,0	1 059,7	739,4	2 545,9
2014 T1	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4 338,9	1 061,0	734,0	2 544,0
2014 Mars	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4 338,9	1 061,0	734,0	2 544,0
Avril	99,4	82,5	4,1	12,8	995,8	104,8	437,0	227,2	331,5	4 329,1	1 051,6	737,6	2 539,8
Mai <sup>(p)</sup>	97,2	80,2	4,1	12,9	988,4	96,2	431,0	231,5	325,9	4 321,0	1 041,7	741,7	2 537,7
	<b>Flux</b>												
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-74,4	44,8	-54,8	3,9	-23,5	-133,2	-44,0	-44,9	-44,3
2013 T4	-8,4	-9,4	0,6	0,4	-47,8	-2,9	-52,3	9,3	-4,8	-35,8	-14,0	-20,3	-1,5
2014 T1	9,3	9,4	-0,1	0,1	6,3	-5,2	4,6	-3,7	5,4	-18,0	3,5	-6,2	-15,3
2014 Mars	-1,0	-1,0	0,1	-0,1	8,5	3,1	9,1	0,3	-0,9	-3,9	12,2	-4,5	-11,6
Avril	0,0	0,5	0,1	-0,6	15,7	-13,0	-3,2	6,1	12,8	-6,1	-8,8	6,4	-3,6
Mai <sup>(p)</sup>	-2,2	-2,2	-0,1	0,1	-8,7	-8,6	-6,5	3,7	-5,9	-5,4	-9,5	2,2	1,9
	<b>Taux de croissance</b>												
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,6	24,4	-10,3	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 T4	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,6	24,4	-10,3	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 T1	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,6	0,0	-13,8	2,3	-7,2	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7
2014 Mars	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,6	0,0	-13,8	2,3	-7,2	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7
Avril	5,2	5,4	1,4	5,5	-6,8	-10,0	-14,2	4,4	-2,0	-2,8	-5,1	-3,7	-1,5
Mai <sup>(p)</sup>	2,7	2,0	5,9	6,0	-7,6	-19,9	-15,9	6,8	-3,4	-2,6	-4,9	-3,8	-1,2

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

	Total	Crédits à la consommation				Prêts au logement				Autres prêts				
		Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Entrepreneurs individuels	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	<b>Encours</b>													
2013	5 230,1	575,8	128,6	169,5	277,7	3 857,8	12,7	55,4	3 789,7	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2013 T4	5 230,1	575,8	128,6	169,5	277,7	3 857,8	12,7	55,4	3 789,7	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2014 T1	5 223,4	570,1	126,9	166,2	277,0	3 863,1	13,1	54,7	3 795,3	790,1	401,0	135,1	75,8	579,2
2014 Mars	5 223,4	570,1	126,9	166,2	277,0	3 863,1	13,1	54,7	3 795,3	790,1	401,0	135,1	75,8	579,2
Avril	5 226,7	569,9	126,4	165,3	278,2	3 866,3	13,1	54,7	3 798,4	790,5	399,4	134,7	76,0	579,8
Mai <sup>(p)</sup>	5 183,4	567,5	125,0	164,7	277,8	3 826,5	13,1	54,4	3 759,0	789,4	398,4	133,2	76,1	580,1
	<b>Flux</b>													
2013	-3,8	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,5	-1,4	-1,5	30,4	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2013 T4	0,0	-4,7	-0,5	-1,4	-2,8	11,6	0,1	-0,4	11,8	-6,9	-3,1	-0,4	-1,1	-5,3
2014 T1	-10,4	-4,5	-1,5	-1,6	-1,3	0,0	0,2	-1,0	0,8	-6,0	-2,1	-1,2	-0,5	-4,2
2014 Mars	3,8	2,8	2,5	0,0	0,3	2,4	0,3	-0,4	2,5	-1,5	-0,5	1,4	-0,3	-2,6
Avril	4,2	0,2	-0,4	0,6	0,1	3,3	0,0	0,0	3,3	0,7	-0,8	-0,3	0,2	0,9
Mai <sup>(p)</sup>	-41,7	-1,7	-1,3	-0,6	0,2	-40,0	-0,1	-0,5	-39,5	0,0	-0,5	-1,2	0,2	1,1
	<b>Taux de croissance</b>													
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2013 T4	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2014 T1	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,6	-2,8	0,6	-1,9	-2,1	-2,8	-2,9	-1,5
2014 Mars	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,6	-2,8	0,6	-1,9	-2,1	-2,8	-2,9	-1,5
Avril	0,0	-2,1	-1,1	-2,7	-2,1	0,7	-5,0	-2,9	0,7	-1,7	-2,0	-2,6	-2,5	-1,4
Mai <sup>(p)</sup>	-0,7	-2,2	-1,5	-3,1	-1,9	-0,3	-5,6	-3,5	-0,2	-1,7	-2,1	-1,9	-2,5	-1,5

Source : BCE

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

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

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

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

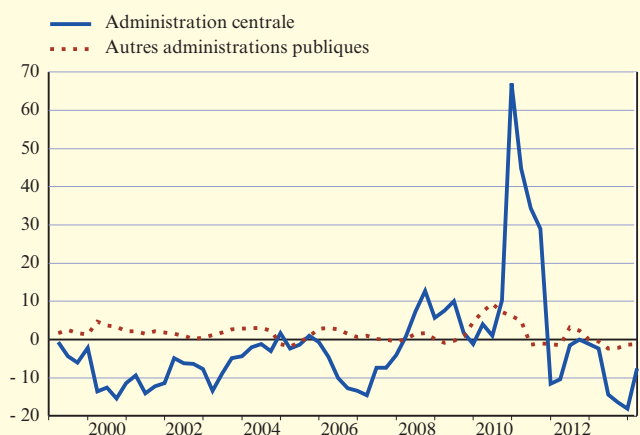
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques <sup>3)</sup>	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Encours</b>										
2012	1 153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2 868,2	1 906,7	961,5	60,7	900,7
2013	1 082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2 726,4	1 788,5	937,9	56,5	881,4
2013 T2	1 101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2 877,8	1 893,7	984,1	58,0	926,1
T3	1 090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2 767,3	1 807,6	959,7	59,3	900,5
T4	1 082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2 726,4	1 788,5	937,9	56,5	881,4
2014 T1 <sup>(p)</sup>	1 092,9	289,2	213,5	562,0	28,2	2 864,7	1 904,5	960,1	58,4	901,7
<b>Flux</b>										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013	-72,1	-61,7	-7,9	-6,7	4,2	-72,3	-75,5	3,2	-2,1	5,3
2013 T2	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,2
T3	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,4	-77,3	-14,0	2,4	-16,4
T4	-8,0	-5,4	0,0	0,7	-3,3	-10,4	3,5	-13,9	-2,2	-11,8
2014 T1 <sup>(p)</sup>	9,1	8,5	-0,3	1,0	-0,1	134,9	113,2	21,6	2,1	19,5
<b>Growth rates</b>										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2013 T2	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
T3	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,3	-3,2
T4	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2014 T1 <sup>(p)</sup>	-3,0	-7,6	-1,7	-1,4	8,5	1,8	3,5	-1,3	1,8	-1,5

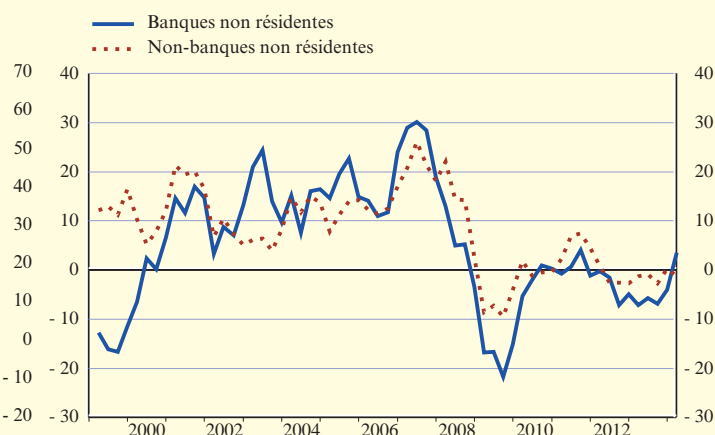
### G7 Prêts aux administrations publiques <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels ; données brutes)



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

(taux de croissance annuels ; données brutes)



Source : BCE

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

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

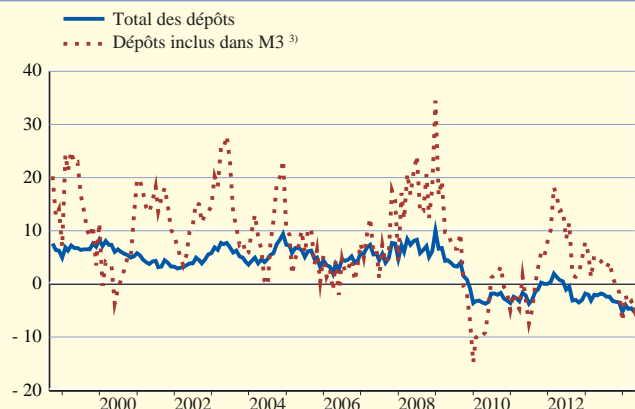
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 1. Dépôts des intermédiaires financiers

	Sociétés d'assurance et fonds de pension							Autres intermédiaires financiers							Pensions	Pensions	Après des contreparties centrales
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions			
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				
			1	2	3	4				5	6	7	8				
<b>Encours</b>																	
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2 020,0	410,1	236,6	1 021,0	13,6	0,3	338,6	260,8		
2013	653,5	96,0	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 861,6	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	256,1	184,2		
2013 T4	653,5	96,0	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 861,6	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	256,1	184,2		
2014 T1	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1 843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1		
2014 Février	666,6	111,4	77,1	458,7	8,3	0,1	11,0	1 858,1	438,6	216,9	921,9	17,7	0,5	262,6	178,6		
Mars	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1 843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1		
Avril	665,0	113,5	77,8	452,8	8,0	0,1	12,7	1 802,6	434,6	220,1	888,3	17,7	0,5	241,3	162,8		
Mai <sup>(p)</sup>	658,7	110,5	77,2	451,1	8,0	0,1	11,8	1 781,4	437,0	220,4	878,0	16,7	0,3	228,8	147,2		
<b>Flux</b>																	
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-181,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	13,2	9,4		
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-54,2	14,8	-14,7	-76,2	3,0	0,3	18,6	32,6		
2013 T4	-15,8	-10,3	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,5	-81,0	-17,6	-13,3	-25,3	-0,5	0,2	-24,5	-15,0		
2014 T1	11,4	15,0	1,2	-6,8	0,9	0,0	1,0	-12,7	14,9	-6,5	-21,0	2,0	-0,1	-2,1	-7,1		
2014 Février	-10,7	-7,4	-0,2	-2,7	0,1	0,0	-0,4	7,3	2,4	-1,4	-7,4	-2,0	0,0	15,8	12,4		
Mars	-1,1	0,0	0,9	-2,7	-0,3	0,0	1,0	-15,0	1,0	-1,6	-6,6	0,8	0,0	-8,6	-1,5		
Avril	-0,2	2,2	-0,1	-2,9	0,0	0,0	0,7	-40,0	-4,9	5,1	-26,8	-0,7	0,1	-12,8	-14,3		
Mai <sup>(p)</sup>	-6,4	-3,1	-0,7	-1,7	0,1	0,0	-0,9	-23,4	1,0	-0,1	-11,2	-0,5	-0,2	-12,5	-15,6		
<b>Taux de croissance</b>																	
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,2	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	2,9	2,5		
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,7	10,5		
2013 T4	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,7	10,5		
2014 T1	-4,5	-1,9	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,7	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-14,3	-12,8		
2014 Février	-4,6	-2,3	-6,9	-4,9	24,6	-	-12,7	-4,6	2,1	-7,9	-7,3	21,7	-	-5,3	-4,7		
Mars	-4,5	-1,9	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,7	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-14,3	-12,8		
Avril	-5,3	-4,1	-7,2	-5,3	5,2	-	-6,5	-8,8	-2,3	-4,6	-10,8	13,0	-	-16,3	-16,8		
Mai <sup>(p)</sup>	-5,3	-1,2	-7,5	-6,2	4,4	-	1,9	-10,1	-1,4	-4,8	-11,2	12,6	-	-23,4	-27,8		

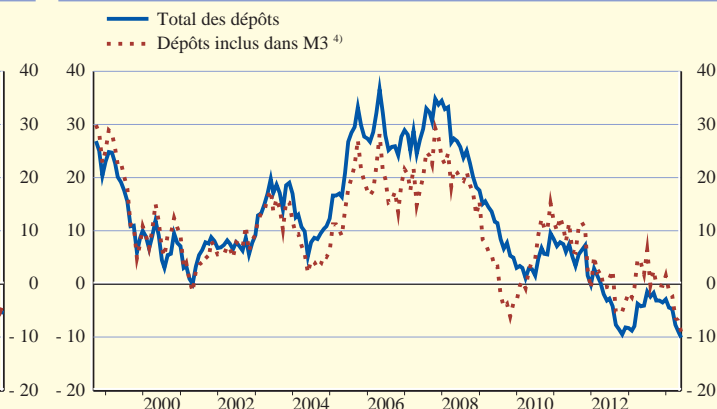
### G9 Dépôts des sociétés d'assurance et des fonds de pension <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



### G10 Dépôts des autres intermédiaires financiers <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

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

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

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

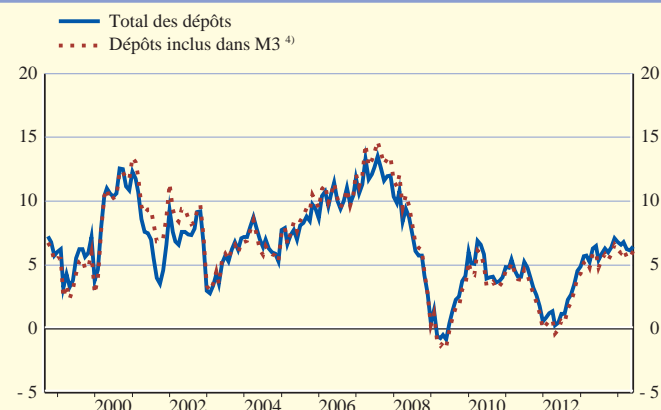
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Sociétés non financières							Ménages <sup>3)</sup>						
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois	
			3	4	5	6				10	11	12	13	
1	2					7	8	9						14
<b>Encours</b>														
2012	1 761,8	1 148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6 118,9	2 346,2	979,1	747,8	1 937,3	98,0	10,4
2013	1 873,5	1 236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6 263,3	2 521,5	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2013 T4	1 873,5	1 236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6 263,3	2 521,5	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2014 T1	1 852,6	1 214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6 287,3	2 538,5	869,7	813,7	1 976,0	83,7	5,7
2014 Février	1 832,1	1 189,5	404,0	125,4	95,1	1,8	16,3	6 282,3	2 532,1	873,1	814,3	1 973,4	83,8	5,8
Mars	1 852,6	1 214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6 287,3	2 538,5	869,7	813,7	1 976,0	83,7	5,7
Avril	1 854,1	1 213,4	399,3	126,5	96,4	1,8	16,8	6 300,1	2 562,4	863,2	811,2	1 974,3	83,5	5,5
Mai <sup>(p)</sup>	1 875,4	1 238,4	393,5	126,5	98,3	1,9	16,8	6 322,5	2 589,2	860,4	809,4	1 975,1	83,3	5,0
<b>Flux</b>														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,1	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013	119,5	92,4	-3,8	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,3	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2013 T4	83,9	63,8	12,1	4,0	-3,0	0,1	6,8	61,5	61,9	-25,5	23,7	4,2	-1,0	-1,8
2014 T1	-25,4	-25,2	-4,8	3,3	4,1	0,1	-2,9	20,9	14,9	-8,4	6,8	6,4	-0,2	1,3
2014 Février	4,4	-1,2	2,6	1,5	1,1	0,1	0,3	12,9	11,0	-0,5	2,5	-1,0	0,2	0,7
Mars	20,5	25,2	-3,8	1,0	0,7	0,0	-2,6	4,9	6,3	-3,4	-0,5	2,7	-0,1	0,0
Avril	1,5	-1,2	-1,2	0,1	0,6	0,0	3,2	12,7	23,9	-6,4	-2,6	-1,7	-0,3	-0,3
Mai <sup>(p)</sup>	16,4	22,5	-6,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	25,0	28,0	-3,0	-1,8	2,5	-0,2	-0,5
<b>Taux de croissance</b>														
2012	4,9	9,5	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2013 T4	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 T1	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
2014 Février	6,8	8,4	-0,1	15,6	6,4	6,0	18,0	2,1	7,4	-10,6	8,3	0,7	-11,1	-33,6
Mars	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
Avril	6,1	7,7	-1,7	14,1	5,5	26,4	51,2	2,0	6,9	-9,4	6,6	0,3	-8,8	-21,9
Mai <sup>(p)</sup>	6,5	8,1	-0,3	11,5	5,3	20,7	27,7	2,2	7,5	-8,8	5,5	0,3	-6,9	-26,1

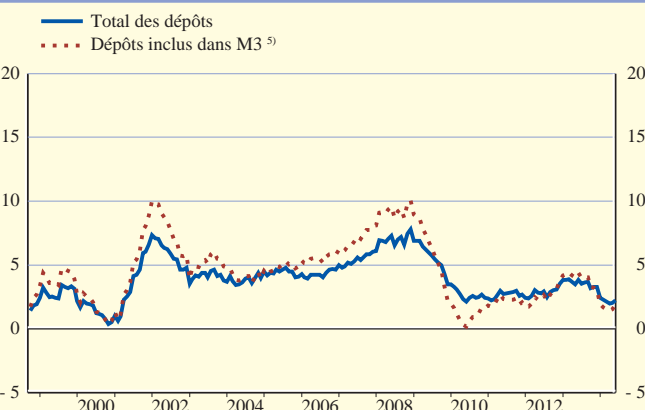
### G11 Dépôts des sociétés non financières <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



### G12 Dépôts des ménages <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

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

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

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

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

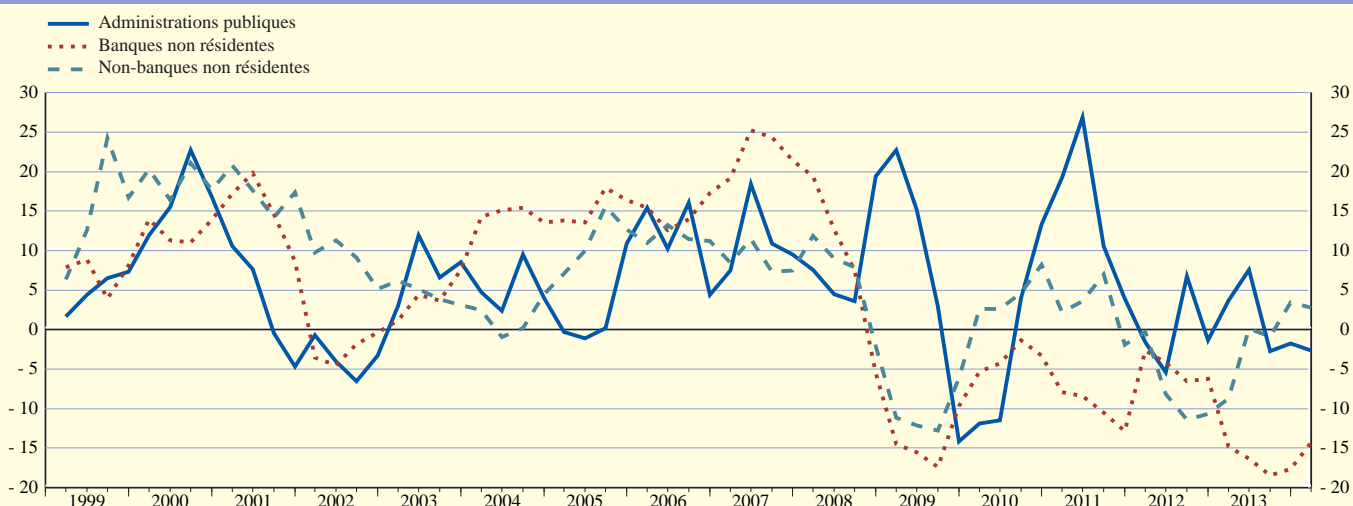
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques <sup>3)</sup>	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Encours</b>										
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2 895,4	2 016,8	878,6	39,8	838,7
2013	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2 519,8	1 626,0	893,8	29,8	864,0
2013 T2	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2 806,4	1 873,5	933,0	35,4	897,6
T3	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2 666,1	1 737,5	928,6	43,0	885,6
T4	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2 519,8	1 626,0	893,8	29,8	864,0
2014 T1 <sup>(p)</sup>	488,0	181,1	73,1	110,7	123,3	2 594,9	1 667,7	927,2	33,8	893,4
<b>Flux</b>										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,2	-135,6	-104,6	-5,1	-99,5
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,8	39,2
2013 T2	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,9	-99,2	30,3	-1,8	32,1
T3	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
T4	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,8	-29,0	-13,0	-16,0
2014 T1 <sup>(p)</sup>	45,5	28,5	9,0	1,3	6,7	63,3	38,1	25,2	3,9	21,2
<b>Taux de croissance</b>										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2013 T2	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
T3	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
T4	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2014 T1 <sup>(p)</sup>	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,8	-7,8	3,2

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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

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

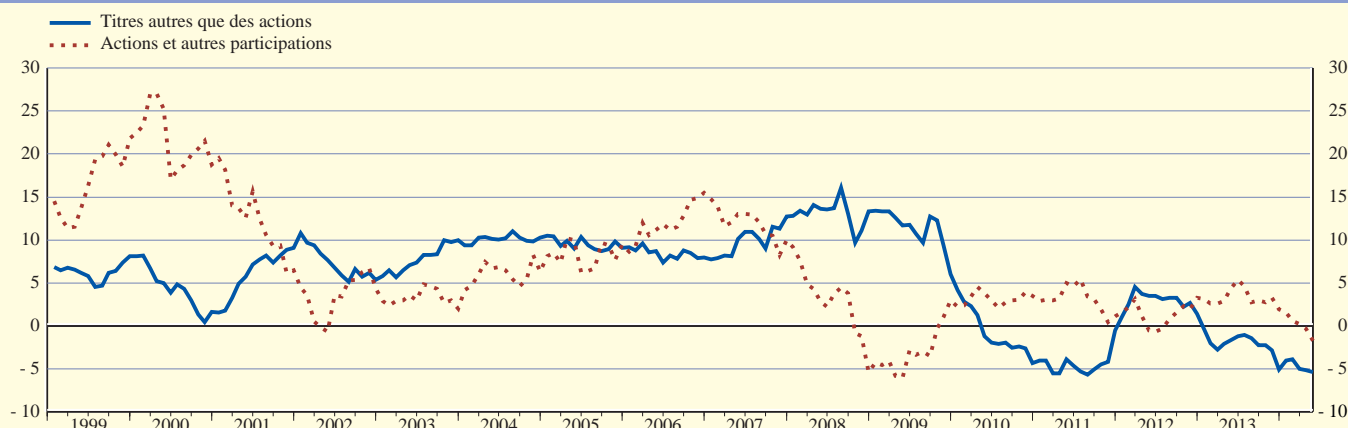
## 2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

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

	Titres autres que des actions							Actions et autres participations				
	Total	IFM		Administrations publiques		Autres résidents de la zone euro		Non-résidents de la zone euro	Total	IFM	Non-IFM	Non-résidents de la zone euro
		Euros	Autres devises	Euros	Autres devises	Euros	Autres devises					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Encours</b>												
2012	5 774,4	1 748,4	102,9	1 594,2	32,8	1 399,6	23,6	872,8	1 528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5 469,9	1 540,0	102,7	1 674,0	20,3	1 305,7	28,7	798,4	1 561,5	457,3	775,4	328,8
2013 T4	5 469,9	1 540,0	102,7	1 674,0	20,3	1 305,7	28,7	798,4	1 561,5	457,3	775,4	328,8
2014 T1	5 501,5	1 503,8	113,7	1 755,3	19,2	1 276,5	29,4	803,6	1 560,3	462,7	786,6	311,1
2014 Février	5 563,1	1 552,7	113,2	1 749,7	19,1	1 288,4	29,0	811,0	1 546,3	463,1	774,7	308,5
Mars	5 501,5	1 503,8	113,7	1 755,3	19,2	1 276,5	29,4	803,6	1 560,3	462,7	786,6	311,1
Avril	5 489,2	1 506,1	111,5	1 772,0	18,6	1 241,9	28,7	810,2	1 577,6	460,1	807,8	309,7
Mai <sup>(p)</sup>	5 532,3	1 481,2	113,2	1 788,0	18,9	1 282,9	31,4	816,6	1 571,2	459,3	797,0	315,0
<b>Flux</b>												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-290,2	-220,7	-0,3	65,4	-11,3	-94,3	5,9	-35,0	29,7	-12,2	13,3	28,6
2013 T4	-184,2	-62,8	1,6	-51,0	-9,0	-61,1	0,1	-2,1	1,9	2,3	-5,2	4,9
2014 T1	10,5	-38,2	10,4	58,0	-1,4	-20,7	0,5	1,9	-4,2	-0,6	12,6	-16,2
2014 Février	7,9	-5,7	5,7	11,9	-0,6	-8,7	-0,6	5,8	-26,8	-3,1	-5,7	-18,0
Mars	-68,5	-49,3	0,7	-0,8	0,1	-12,5	0,4	-7,1	14,5	0,4	10,9	3,1
Avril	-18,3	2,0	-2,3	12,5	-0,6	-36,0	-0,7	6,8	15,8	-2,2	19,6	-1,6
Mai <sup>(p)</sup>	26,8	-26,1	0,0	11,8	-0,1	40,2	2,1	-1,0	-8,7	-0,4	-12,5	4,2
<b>Taux de croissance</b>												
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2013 T4	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2014 T1	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,0	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,3
2014 Février	-3,9	-10,5	-7,2	4,6	-38,5	-6,2	20,3	-1,6	0,6	-1,2	0,9	2,5
Mars	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,0	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,3
Avril	-5,2	-11,3	-6,1	3,4	-38,0	-10,0	1,8	-0,7	-0,3	-0,4	0,0	-1,0
Mai <sup>(p)</sup>	-5,4	-11,9	-5,3	0,9	-37,8	-7,5	10,8	-1,3	-1,7	-3,7	-0,8	-1,0

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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

**2.7 Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(en pourcentage du total ; encours en milliards d'euros ; données de fin de période)

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

	IFM <sup>3)</sup>							Non-IFM						
	Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises				Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prêts</b>														
<i>Aux résidents de la zone euro</i>														
2012	5 790,4	–	–	–	–	–	12 196,7	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5 249,7	–	–	–	–	–	11 733,7	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2013 T4	5 249,7	–	–	–	–	–	11 733,7	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 T1 <sup>(p)</sup>	5 208,9	–	–	–	–	–	11 735,0	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,3	
<i>Aux non-résidents de la zone euro</i>														
2012	1 906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013	1 788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2013 T4	1 788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 T1 <sup>(p)</sup>	1 904,5	39,1	60,9	39,0	2,6	3,6	10,1	960,1	40,5	59,5	37,9	2,7	2,6	9,4
<b>Portefeuilles de titres autres que des actions</b>														
<i>Émis par les résidents de la zone euro</i>														
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	1 642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3 028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2013 T4	1 642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3 028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 T1 <sup>(p)</sup>	1 617,6	93,0	7,0	2,9	0,1	0,2	3,3	3 080,4	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,5
<i>Émis par les non-résidents de la zone euro</i>														
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2013 T4	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2014 T1 <sup>(p)</sup>	423,4	52,9	47,1	20,0	0,2	0,4	19,8	380,2	37,4	62,6	37,6	5,0	0,7	10,3
<b>Dépôts</b>														
<i>Effectués par les résidents de la zone euro</i>														
2012	6 155,3	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11 040,0	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5 554,0	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11 092,8	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2013 T4	5 554,0	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11 092,8	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 T1 <sup>(p)</sup>	5 517,9	93,0	7,0	4,5	0,2	1,1	0,7	11 136,7	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
<i>Effectués par les non-résidents de la zone euro</i>														
2012	2 016,8	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013	1 626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2013 T4	1 626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2014 T1 <sup>(p)</sup>	1 667,7	51,5	48,5	33,8	1,6	1,5	7,2	927,2	53,8	46,2	30,0	2,2	1,0	6,6

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

	Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
2012	5 068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013	4 582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2013 T4	4 582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2014 T1 <sup>(p)</sup>	4 550,7	80,5	19,5	11,0	1,3	1,8	2,8

Source : BCE.

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

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

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

### 1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Titres autres que des actions	Actions et autres participations (à l'exclusion des titres d'OPCVM et des titres d'OPCVM monétaires)	Titres d'OPCVM et titres d'OPCVM monétaires	Actifs non financiers	Autres éléments d'actif (y compris les produits financiers dérivés)
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2013 Octobre	7 937,7	533,5	3 117,7	2 303,1	1 099,1	250,5	633,7
Novembre	7 981,4	523,7	3 131,1	2 335,1	1 106,7	251,9	632,9
Décembre	7 941,7	517,2	3 112,0	2 369,9	1 117,6	254,3	570,6
2014 Janvier	8 042,4	536,5	3 171,4	2 341,7	1 120,2	255,5	617,2
Février	8 203,9	544,0	3 213,9	2 422,6	1 143,7	255,6	624,0
Mars	8 358,7	553,2	3 281,7	2 415,4	1 178,7	258,0	671,8
Avril <sup>(p)</sup>	8 472,6	558,3	3 323,7	2 426,5	1 183,2	258,2	722,7
<b>Transactions</b>							
2013 T3	57,9	-8,4	58,8	28,4	28,7	2,2	-51,7
T4	60,6	3,1	6,2	43,5	51,5	3,5	-47,2
2014 T1	281,8	38,9	105,1	40,6	20,0	3,0	74,1

### 2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres d'OPCVM émis			Autres éléments de passif (y compris les produits financiers dérivés)	
			Total	Détenus par les résidents de la zone euro			
				OPCVM	Détenus par les non-résidents		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2013 Octobre	7 937,7	172,2	7 198,5	5 274,0	871,3	1 924,5	567,0
Novembre	7 981,4	174,8	7 244,3	5 312,3	881,2	1 932,0	562,3
Décembre	7 941,7	169,7	7 263,2	5 329,0	885,9	1 934,2	508,8
2014 Janvier	8 042,4	180,6	7 296,3	5 362,1	887,3	1 934,1	565,5
Février	8 203,9	183,8	7 447,5	5 477,6	907,0	1 969,8	572,6
Mars	8 358,7	187,8	7 528,9	5 563,7	925,7	1 965,2	641,9
Avril <sup>(p)</sup>	8 472,6	195,4	7 596,5	5 619,8	931,3	1 976,7	680,6
<b>Transactions</b>							
2013 T3	57,9	3,7	102,2	68,1	28,3	34,0	-48,0
T4	60,6	0,7	111,2	93,4	43,8	26,4	-56,0
2014 T1	281,8	21,2	169,5	127,9	17,0	40,2	90,2

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

	Total	Ventilation par stratégies de placement					Ventilation par types de fonds		Pour mémoire : OPCVM monétaires	
		OPCVM « Obligations »	OPCVM « Actions »	OPCVM « Mixtes »	OPCVM « Placements immobiliers »	Fonds spéculatifs	Autres OPCVM	Fonds ouverts		Fonds fermés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Encours</b>										
2013 Septembre	7 045,8	2 424,8	1 908,6	1 748,0	336,5	157,3	470,7	6 954,3	91,5	846,2
Octobre	7 198,5	2 445,6	1 978,4	1 795,6	337,9	159,9	481,2	7 106,9	91,6	835,9
Novembre	7 244,3	2 450,5	2 006,3	1 804,4	339,0	158,6	485,5	7 150,8	93,5	836,7
Décembre	7 263,2	2 471,4	2 043,2	1 806,4	343,5	155,2	443,6	7 166,9	96,3	819,3
2014 Janvier	7 296,3	2 501,2	2 014,9	1 822,8	346,2	158,2	452,9	7 193,6	102,7	855,0
Février	7 447,5	2 531,2	2 084,3	1 864,8	347,4	159,0	460,9	7 343,9	103,5	854,9
Mars	7 528,9	2 561,1	2 092,6	1 891,5	351,2	162,3	470,3	7 421,5	107,5	835,2
Avril <sup>(p)</sup>	7 596,5	2 587,3	2 112,4	1 912,6	350,5	159,6	474,2	7 492,6	104,0	836,5
<b>Transactions</b>										
2013 Octobre	50,8	8,9	21,6	14,5	0,7	2,2	2,8	51,1	-0,3	-5,7
Novembre	22,1	12,1	7,7	2,2	1,8	-3,7	1,9	20,6	1,5	-2,8
Décembre	38,3	-8,8	19,5	14,3	3,5	7,3	2,6	34,6	3,8	-14,7
2014 Janvier	46,4	8,2	12,9	19,6	1,7	1,1	2,9	45,0	1,4	29,6
Février	58,1	22,7	13,3	19,6	0,1	1,7	0,6	57,5	0,7	4,9
Mars	65,0	28,5	9,9	20,6	2,7	1,8	1,5	66,0	-1,0	-19,6
Avril <sup>(p)</sup>	47,9	15,2	21,1	12,8	0,5	-2,4	0,7	51,9	-4,0	1,1

Source : BCE.

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



**2.9 Titres détenus par les OPCVM<sup>1)</sup> ventilés par émetteurs**

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

**1. Titres autres que des actions**

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2013 T2	3 045,3	1 649,5	404,3	770,9	247,9	8,4	218,0	1 395,9	324,9	551,1	15,2
T3	3 096,9	1 686,8	394,4	798,5	257,4	9,0	227,4	1 410,1	343,5	548,7	14,9
T4	3 112,0	1 708,0	390,3	807,3	264,5	10,4	235,5	1 404,0	346,4	547,9	13,7
2014 T1 <sup>(p)</sup>	3 281,7	1 843,8	412,7	858,4	299,1	12,1	261,4	1 437,9	394,5	553,9	14,6
<b>Transactions</b>											
2013 T3	58,8	30,0	-11,6	24,2	8,5	0,5	8,5	28,8	20,4	2,7	-0,3
T4	6,2	9,2	-6,0	2,0	5,9	1,1	6,3	-3,1	6,1	-5,7	-0,6
2014 T1 <sup>(p)</sup>	105,1	63,8	9,5	27,1	12,5	0,8	13,8	41,9	12,9	19,1	0,4

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

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2013 T2	2 095,0	738,3	58,9	-	52,2	28,1	599,1	1 356,7	181,7	482,3	109,5
T3	2 228,6	817,2	72,6	-	56,2	30,4	658,1	1 411,3	197,8	502,7	112,8
T4	2 369,9	886,3	85,4	-	64,7	35,5	700,7	1 483,6	215,4	536,0	123,2
2014 T1 <sup>(p)</sup>	2 415,4	920,8	92,6	-	62,0	33,8	731,2	1 495,8	215,3	552,9	117,2
<b>Transactions</b>											
2013 T3	28,4	12,9	1,3	-	0,4	0,6	10,7	15,4	3,3	12,2	0,9
T4	43,5	18,3	3,6	-	2,4	1,6	10,7	23,4	8,7	0,5	10,0
2014 T1 <sup>(p)</sup>	40,6	20,8	3,9	-	10,3	-0,5	6,0	19,9	4,7	22,2	0,2

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

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers <sup>2)</sup>	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2013 T2	1 018,5	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,1	0,6
T3	1 064,3	924,0	86,2	-	837,7	-	-	140,3	33,8	47,6	0,5
T4	1 117,6	971,0	85,1	-	885,9	-	-	146,6	36,6	49,4	0,5
2014 T1 <sup>(p)</sup>	1 178,7	1 013,6	87,9	-	925,7	-	-	165,1	40,6	62,0	0,4
<b>Transactions</b>											
2013 T3	28,7	27,0	-1,3	-	28,3	-	-	1,7	1,5	1,3	0,0
T4	51,5	43,5	-0,3	-	43,8	-	-	8,0	3,9	2,0	0,0
2014 T1 <sup>(p)</sup>	20,0	18,5	1,4	-	17,0	-	-	1,6	0,5	1,5	0,0

Source : BCE.

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

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

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

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

### 1. Actif

	Total	Dépôts et créances correspondant à des prêts	Prêts titrisés						Titres autres que des actions	Autres actifs titrisés	Actions et autres titres de participation	Autres actifs	
			Total	Émis dans la zone euro				Émis hors de la zone euro					
				IFM	Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	Administrations publiques						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Encours</b>													
2013 T1	2 031,7	287,2	1 366,4	1 049,8	462,7	163,6	25,8	4,0	123,1	192,3	86,4	37,8	61,9
T2	1 998,9	271,7	1 349,0	1 041,5	456,5	162,1	24,3	3,6	117,5	193,2	88,5	35,9	60,7
T3	1 960,0	264,6	1 326,7	1 031,8	449,9	156,2	19,9	3,5	115,2	180,8	87,6	36,2	64,3
T4	1 914,8	252,7	1 291,2	1 009,3	442,9	145,4	19,5	3,1	114,0	179,2	90,2	37,8	64,2
2014 T1	1 881,6	253,9	1 253,2	974,7	430,4	150,4	14,1	3,1	110,9	164,0	103,5	44,2	63,4
<b>Transactions</b>													
2013 T1	-29,5	6,0	-30,6	-28,3	-	-0,7	-0,1	0,0	-1,5	-0,1	-1,5	0,1	-3,5
T2	-32,5	-15,3	-16,5	-8,0	-	-1,5	-1,4	-0,4	-5,3	1,4	2,7	-1,7	-3,0
T3	-40,2	-6,5	-22,1	-9,6	-	-5,8	-4,3	0,0	-2,3	-12,8	-0,7	0,5	1,3
T4	-47,2	-11,6	-35,5	-22,7	-	-10,7	-0,6	-0,4	-1,1	-0,8	2,5	1,1	-2,8
2014 T1	-39,3	0,5	-30,3	-28,5	-	-0,5	0,0	0,0	-1,3	-3,2	-3,5	-1,1	-1,7

### 2. Passif

	Total	Prêts et dépôts reçus	Titres de créance émis			Capital et réserves	Autres éléments de passif
			Total	≤ à 2 ans	> à 2 ans		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2013 T1	2 031,7	141,5	1 631,3	56,1	1 575,2	31,2	227,8
T2	1 998,9	129,1	1 615,5	56,2	1 559,3	29,4	225,0
T3	1 960,0	123,9	1 580,9	56,1	1 524,8	28,8	226,3
T4	1 914,8	117,2	1 540,3	59,8	1 480,6	29,0	228,4
2014 T1	1 881,6	134,1	1 480,6	85,0	1 395,6	28,5	238,5
<b>Transactions</b>							
2013 T1	-29,5	1,9	-34,6	2,3	-36,9	-0,3	3,5
T2	-32,5	-12,2	-15,0	0,0	-15,1	-1,6	-3,7
T3	-40,2	-4,2	-35,5	-0,1	-35,4	-0,7	0,2
T4	-47,2	-6,1	-40,9	3,5	-44,4	0,6	-0,8
2014 T1	-39,3	-0,7	-43,1	-3,7	-39,4	0,0	4,4

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

	Prêts titrisés consentis par les IFM de la zone euro						Titres autres que des actions						
	Total	Secteur emprunteur de la zone euro <sup>2)</sup>					Secteur emprunteur hors zone euro	Total	Résidents de la zone euro			Non-résidents de la zone euro	
		Ménages	Sociétés non financières	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques			Total	IFM	Non IFM		
											Véhicules financiers <i>ad hoc</i>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Encours</b>													
2013 T1	1 049,8	751,7	231,7	20,9	0,2	5,7	29,5	192,3	111,8	32,8	79,0	31,5	80,5
T2	1 041,5	759,7	226,0	20,9	0,2	5,5	29,3	193,2	114,7	33,3	81,4	31,6	78,5
T3	1 031,8	757,9	216,2	21,5	0,2	5,5	30,5	180,8	110,1	29,5	80,6	30,1	70,7
T4	1 009,3	740,9	204,9	25,6	0,2	5,4	32,3	179,2	108,0	29,2	78,8	32,8	71,2
2014 T1	974,7	725,4	192,4	23,7	0,2	5,2	27,7	164,0	99,9	26,9	73,0	33,4	64,1
<b>Transactions</b>													
2013 T1	-28,3	-20,6	-3,4	-2,4	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-1,5	-1,3	-0,1	-0,4	1,4
T2	-8,0	7,7	-5,6	0,2	0,0	-0,2	0,0	1,4	3,2	0,7	2,5	0,0	-1,8
T3	-9,6	-2,1	-9,0	0,7	0,0	0,0	0,8	-12,8	-4,8	-4,0	-0,9	-1,5	-8,0
T4	-22,7	-17,2	-11,2	4,1	0,0	-0,1	1,8	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	1,9	1,1
2014 T1	-28,5	-15,1	-8,9	-0,7	0,0	-0,1	-3,7	-3,2	-2,5	-0,6	-1,9	-1,3	-0,5

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
2011 T2	7 146,0	775,6	465,1	2 741,2	843,3	1 621,9	79,7	254,2	216,1	148,9
T3	7 148,0	792,4	463,9	2 764,6	788,2	1 582,7	87,4	255,5	264,8	148,4
T4	7 158,9	785,2	473,6	2 725,1	793,2	1 615,9	91,2	253,5	271,1	150,1
2012 T1	7 444,9	797,5	472,9	2 868,9	806,4	1 712,6	103,2	258,1	276,9	148,4
T2	7 470,3	786,3	471,9	2 882,4	801,6	1 717,1	107,0	261,4	293,7	149,1
T3	7 684,8	785,8	481,4	2 996,3	819,1	1 796,2	109,1	263,0	284,6	149,3
T4	7 771,8	788,5	480,4	3 042,9	817,2	1 837,7	110,4	261,7	281,6	151,3
2013 T1	7 942,1	797,5	477,1	3 107,6	834,1	1 913,9	115,5	266,5	279,1	150,9
T2	7 882,4	776,7	476,1	3 098,4	830,5	1 907,9	100,0	265,4	275,2	152,2
T3	7 974,7	769,8	480,2	3 114,3	850,6	1 983,5	95,4	265,2	262,6	153,0
T4	8 075,2	755,6	482,9	3 186,4	871,2	2 027,3	83,0	263,9	250,5	154,4
2014 T1 <sup>(p)</sup>	8 336,1	763,9	500,6	3 282,0	884,9	2 098,4	101,8	272,1	277,0	155,5

**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	
2011 T2	2 741,2	2 325,1	628,4	1 288,1	234,6	16,7	157,2	416,1	
T3	2 764,6	2 346,7	635,0	1 309,5	226,8	16,7	158,6	418,0	
T4	2 725,1	2 303,0	634,7	1 264,8	223,3	16,3	163,9	422,1	
2012 T1	2 868,9	2 418,6	667,3	1 321,6	235,0	16,9	177,7	450,3	
T2	2 882,4	2 413,9	674,1	1 303,3	238,1	16,7	181,7	468,5	
T3	2 996,3	2 502,9	704,8	1 342,5	245,2	17,1	193,4	493,4	
T4	3 042,9	2 536,9	688,6	1 382,5	250,3	17,7	197,7	506,0	
2013 T1	3 107,6	2 614,9	718,0	1 414,9	255,3	17,4	209,3	492,7	
T2	3 098,4	2 596,3	685,2	1 431,0	254,9	17,4	207,8	502,2	
T3	3 114,3	2 603,1	684,9	1 432,7	257,8	17,8	209,9	511,1	
T4	3 186,4	2 657,2	659,0	1 509,1	256,9	18,0	214,3	529,2	
2014 T1 <sup>(p)</sup>	3 282,0	2 738,5	663,3	1 583,4	255,8	18,3	217,6	543,5	

**3. Passif et valeur nette**

	Total	Prêts reçus	Titres autres que des actions	Actions et autres participations	Passif				Autres comptes à recevoir/à payer et produits financiers dérivés	Valeur nette
					Provisions techniques d'assurance					
					Total	Droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie	Droits nets des ménages sur les fonds de pension	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2011 T2	6 944,0	263,0	42,4	454,1	6 007,4	3 352,4	1 842,1	813,0	177,0	202,1
T3	7 052,5	270,7	41,6	409,3	6 140,1	3 332,9	1 995,7	811,5	190,7	95,6
T4	7 067,8	263,7	41,3	408,1	6 167,7	3 345,2	2 018,4	804,0	187,1	91,1
2012 T1	7 226,6	271,3	43,4	439,6	6 282,6	3 380,5	2 078,4	823,6	189,8	218,3
T2	7 292,4	280,8	42,2	421,1	6 350,6	3 375,7	2 147,9	827,0	197,8	177,9
T3	7 365,7	292,0	44,1	452,2	6 389,6	3 422,1	2 142,2	825,3	187,9	319,0
T4	7 467,5	266,5	49,0	480,6	6 460,8	3 458,5	2 183,5	818,7	210,6	304,3
2013 T1	7 580,2	278,6	48,6	496,8	6 542,3	3 503,0	2 196,2	843,0	213,9	361,9
T2	7 628,2	277,8	45,4	505,2	6 577,3	3 517,7	2 220,2	839,4	222,5	254,3
T3	7 652,4	276,1	46,0	522,3	6 594,0	3 558,6	2 197,5	837,9	214,0	322,3
T4	7 749,2	266,4	47,2	540,8	6 674,5	3 601,4	2 238,3	834,8	220,4	325,9
2014 T1 <sup>(p)</sup>	7 941,7	279,0	48,4	540,8	6 832,3	3 667,3	2 297,4	867,6	241,1	394,5

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
T4 2013						
<b>Compte extérieur</b>						
Exportations de biens et services						654
<i>Solde des échanges extérieurs</i> <sup>1)</sup>						-72
<b>Compte d'exploitation</b>						
Valeur ajoutée brute (prix de base)						
Taxes nettes de subventions sur les produits						
Produit intérieur brut (prix de marché)						
Rémunération des salariés	1 272	129	805	64	274	
Autres taxes nettes de subventions sur la production	34	13	10	5	6	
Consommation de capital fixe	383	103	218	11	52	
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i> <sup>1)</sup>	519	269	226	27	-3	
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte						8
Rémunération des salariés						
Taxes nettes de subventions sur la production						
Revenus de la propriété	608	31	236	268	72	108
Intérêts	313	28	52	162	72	44
Autres revenus de la propriété	294	3	185	106	0	63
<i>Revenu national net</i> <sup>1)</sup>	2 112	1 728	96	42	247	
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>						
Revenu national net						
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	348	268	68	12	0	2
Cotisations sociales	490	490				1
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	504	1	18	36	448	1
Autres transferts courants	210	75	28	51	56	12
Primes nettes d'assurance-dommages	47	34	11	1	1	2
Indemnités d'assurance-dommages	48			48		1
Autres	114	40	16	2	55	9
<i>Revenu disponible net</i> <sup>1)</sup>	2 085	1 492	17	43	533	
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>						
Revenu disponible net						
Dépense de consommation finale	1 962	1 399			564	
Dépense de consommation individuelle	1 743	1 399			345	
Dépense de consommation collective	219				219	
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	14	0	1	13	0	0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i> <sup>1)</sup>	123	108	16	30	-31	-80
<b>Compte de capital</b>						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur						
Formation brute de capital	426	137	221	11	57	
Formation brute de capital fixe	452	137	247	11	57	
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-26	0	-26	0	0	
Consommation de capital fixe						
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	0	-1	3	0	-2	0
Transferts en capital	48	11	2	1	34	11
Impôts en capital	9	8	1	0		0
Autres transferts en capital	40	3	2	1	34	11
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i> <sup>1)</sup>	89	74	33	32	-51	-89
Écart statistique	0	-13	13	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
<b>T4 2013</b>						
<b>Compte extérieur</b>						
Importations de biens et services						581
<i>Solde des échanges extérieurs</i>						
<b>Compte d'exploitation</b>						
Valeur ajoutée brute (prix de base)	2 209	514	1 259	108	329	
Taxes nettes de subventions sur les produits	251					
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	2 460					
Rémunération des salariés						
Autres taxes nettes de subventions sur la production						
Consommation de capital fixe						
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>						
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>						
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	519	269	226	27	-3	
Rémunération des salariés	1 276	1 276				4
Taxes nettes de subventions sur la production	300				300	-14
Revenus de la propriété	624	213	106	283	22	91
Intérêts	307	49	33	216	9	51
Autres revenus de la propriété	317	164	73	66	13	40
<i>Revenu national net</i>						
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>						
Revenu national net	2 112	1 728	96	42	247	
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	349				349	1
Cotisations sociales	489	1	19	52	417	2
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	503	503				3
Autres transferts courants	183	94	16	49	25	38
Primes nettes d'assurance-dommages	48			48		1
Indemnités d'assurance-dommages	46	36	9	1	0	2
Autres	89	58	6	0	24	35
<i>Revenu disponible net</i>						
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>						
Revenu disponible net	2 085	1 492	17	43	533	
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	14	14				0
<i>Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur</i>						
<b>Compte de capital</b>						
Épargne nette / Solde des opérations courantes avec l'extérieur	123	108	16	30	-31	-80
Formation brute de capital						
Formation brute de capital fixe						
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur						
Consommation de capital fixe	383	103	218	11	52	
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits						
Transferts en capital	57	11	25	3	18	2
Impôts en capital	9				9	0
Autres transferts en capital	49	11	25	3	9	2
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i>						
Écart statistique						

Sources : BCE et Eurostat

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

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

(montants en milliards d'euros)

Actifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
<b>T4 2013</b>								
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		20 210	18 054	32 535	18 078	7 647	4 509	18 688
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)				391				
Numéraire et dépôts	7 143	2 077	9 850	2 206	792	786	3 039	
Titres de créance à court terme	39	60	481	412	56	26	669	
Titres de créance à long terme	1 262	270	6 250	3 106	3 053	428	4 186	
Crédits	87	3 146	12 867	4 549	489	858	2 756	
<i>dont à long terme</i>	66	2 017	10 139	3 420	369	776	.	
Actions et autres participations	4 757	8 654	1 927	7 357	2 863	1 597	7 199	
Actions cotées	837	1 237	441	2 388	426	264	.	
Actions non cotées et autres participations	2 468	7 057	1 201	3 765	440	1 134	.	
Titres d'OPCVM	1 452	360	285	1 204	1 997	199	.	
Provisions techniques d'assurance	6 416	179	3	0	244	8	265	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	506	3 667	765	448	150	806	574	
<i>Valeur financière nette</i>								
<b>Compte financier, transactions sur actifs financiers</b>								
Total des transactions sur actifs financiers		87	139	-703	141	70	43	83
Or monétaire et DTS				0				0
Numéraire et dépôts	82	89	-357	-103	-10	-81	-144	
Titres de créance à court terme	-3	-4	-69	-23	0	8	-58	
Titres de créance à long terme	-27	-10	-127	74	48	-7	102	
Crédits	-1	-3	-110	-10	4	67	-33	
<i>dont à long terme</i>	0	17	-44	6	5	48	.	
Actions et autres participations	-3	24	38	225	33	12	219	
Actions cotées	-5	-10	20	14	-2	-1	.	
Actions non cotées et autres participations	6	28	7	175	6	15	.	
Titres d'OPCVM	-4	6	10	36	29	-2	.	
Provisions techniques d'assurance	43	-2	0	0	-1	0	8	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	-3	44	-77	-22	-3	44	-12	
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i>								
<b>Compte des autres changements, actifs financiers</b>								
Total des autres changements sur actifs financiers		241	274	-37	30	28	11	-177
Or monétaire et DTS				-39				
Numéraire et dépôts	-2	2	-18	-21	0	1	-23	
Titres de créance à court terme	0	-1	0	-5	0	0	-8	
Titres de créance à long terme	-2	3	44	-21	5	1	-60	
Crédits	0	-10	-47	-9	0	11	-13	
<i>dont à long terme</i>	0	-12	-11	-3	0	14	.	
Actions et autres participations	196	286	21	88	24	3	14	
Actions cotées	74	105	1	103	15	15	.	
Actions non cotées et autres participations	89	179	18	-41	-2	-16	.	
Titres d'OPCVM	33	1	3	26	11	4	.	
Provisions techniques d'assurance	42	0	0	0	0	0	1	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	7	-5	2	-3	0	-6	-88	
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i>								
<b>Compte de patrimoine de clôture, actifs financiers</b>								
Total des actifs financiers		20 538	18 468	31 795	18 249	7 745	4 563	18 595
Or monétaire et DTS				352				
Numéraire et dépôts	7 224	2 168	9 476	2 082	781	706	2 873	
Titres de créance à court terme	36	55	412	383	56	34	604	
Titres de créance à long terme	1 232	264	6 166	3 159	3 105	422	4 228	
Crédits	86	3 134	12 710	4 530	493	936	2 710	
<i>dont à long terme</i>	66	2 023	10 085	3 423	374	837	.	
Actions et autres participations	4 950	8 964	1 985	7 670	2 920	1 612	7 433	
Actions cotées	906	1 332	462	2 505	439	278	.	
Actions non cotées et autres participations	2 563	7 264	1 225	3 899	443	1 133	.	
Titres d'OPCVM	1 481	367	298	1 266	2 038	200	.	
Provisions techniques d'assurance	6 500	178	3	0	243	8	274	
Autres comptes à recevoir et produits financiers dérivés	510	3 707	689	423	147	844	474	
<i>Valeur financière nette</i>								

Source : BCE

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

Passifs	Zone euro	Ménages	Sociétés non financières	IFM	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Reste du monde
<b>T4 2013</b>								
<b>Compte de patrimoine d'ouverture, passifs</b>								
Total des éléments de passif		6 878	27 829	31 652	17 573	7 683	10 841	16 876
Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)								
Numéraire et dépôts			33	23 023	35	0	284	2 519
Titres de créance à court terme			91	583	111	2	680	276
Titres de créance à long terme			992	4 300	3 151	50	6 913	3 148
Crédits		6 165	8 480		4 144	295	2 291	3 378
<i>dont à long terme</i>		5 821	6 246		2 428	109	2 032	.
Actions et autres participations		8	14 449	2 612	9 889	516	4	6 875
Actions cotées			4 202	493	284	148	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	10 247	1 274	2 710	367	4	.
Titres d'OPCVM				846	6 896			.
Provisions techniques d'assurance		37	351	70	1	6 656	1	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		668	3 433	1 063	241	165	667	679
<i>Valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	-1 422	13 332	-9 775	883	505	-36	-6 332	
<b>Compte financier, transactions sur passifs</b>								
Total des transactions sur passifs		26	93	-689	121	44	94	172
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	-503	0	0	-4	-16
Titres de créance à court terme			-13	-76	-14	0	-52	8
Titres de créance à long terme			29	-36	-14	2	64	7
Crédits		-4	-14		-96	-12	81	-40
<i>dont à long terme</i>		-2	8		-37	1	65	.
Actions et autres participations		0	68	-7	260	3	0	221
Actions cotées			22	3	2	1	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	47	13	141	2	0	.
Titres d'OPCVM				-23	117			.
Provisions techniques d'assurance		0	1	0	0	48	0	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		30	22	-67	-15	4	5	-9
<i>Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</i> <sup>1)</sup>	89	61	47	-14	20	26	-51	-89
<b>Compte des autres changements, passifs</b>								
Total des autres changements sur passifs		-9	502	1	-60	68	31	-125
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			0	-43	0	0	0	-19
Titres de créance à court terme			0	-3	-2	0	0	-8
Titres de créance à long terme			-13	-10	-17	0	47	-37
Crédits		-9	-4		-68	2	4	8
<i>dont à long terme</i>		-6	-6		-27	1	-1	.
Actions et autres participations		0	501	72	52	21	0	-14
Actions cotées			292	75	24	12	0	.
Actions non cotées et autres participations		0	209	1	-66	9	0	.
Titres d'OPCVM				-4	94			.
Provisions techniques d'assurance		0	0	0	0	42	0	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		0	18	-16	-24	3	-19	-55
<i>Autres variations de la valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	12	249	-227	-38	89	-40	-20	-52
<b>Compte de patrimoine de clôture, passifs</b>								
Total des passifs		6 895	28 423	30 964	17 634	7 796	10 966	16 923
Or monétaire et DTS								
Numéraire et dépôts			33	22 477	35	0	280	2 484
Titres de créance à court terme			77	503	95	2	627	277
Titres de créance à long terme			1 008	4 255	3 121	51	7 024	3 118
Crédits		6 152	8 462		3 980	285	2 375	3 346
<i>dont à long terme</i>		5 813	6 248		2 364	110	2 096	.
Actions et autres participations		8	15 018	2 678	10 201	540	5	7 083
Actions cotées			4 515	570	310	161	0	.
Actions non cotées et autres participations		8	10 503	1 288	2 785	378	4	.
Titres d'OPCVM				819	7 107			.
Provisions techniques d'assurance		37	353	70	1	6 746	1	
Autres comptes à payer et produits financiers dérivés		699	3 473	981	202	171	654	615
<i>Valeur financière nette</i> <sup>1)</sup>	-1 320	13 643	-9 955	831	614	-51	-6 402	

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	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)								
Taxes nettes de subventions sur les produits								
Produit intérieur brut (prix de marché)								
Rémunération des salariés	4 449	4 510	4 622	4 673	4 678	4 683	4 693	4 709
Autres taxes nettes de subventions sur la production	88	85	99	128	126	128	126	129
Consommation de capital fixe	1 388	1 419	1 462	1 496	1 503	1 509	1 516	1 523
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i> <sup>1)</sup>	2 089	2 187	2 245	2 175	2 167	2 173	2 191	2 203
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte								
Rémunération des salariés								
Taxes nettes de subventions sur la production								
Revenus de la propriété	2 969	2 804	3 017	2 878	2 819	2 767	2 731	2 702
Intérêts	1 593	1 381	1 546	1 463	1 407	1 359	1 317	1 282
Autres revenus de la propriété	1 376	1 423	1 472	1 415	1 412	1 407	1 413	1 420
<i>Revenu national net</i> <sup>1)</sup>	7 534	7 754	7 977	8 008	8 014	8 031	8 062	8 096
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net								
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 027	1 056	1 114	1 171	1 178	1 195	1 203	1 211
Cotisations sociales	1 678	1 704	1 752	1 786	1 793	1 799	1 808	1 815
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 771	1 815	1 843	1 885	1 897	1 908	1 920	1 930
Autres transferts courants	773	776	781	790	794	801	810	816
Primes nettes d'assurance-dommages	181	181	182	184	184	185	186	186
Indemnités d'assurance-dommages	182	182	183	186	186	187	188	188
Autres	410	413	415	419	423	430	437	442
<i>Revenu disponible net</i> <sup>1)</sup>	7 427	7 644	7 869	7 899	7 902	7 913	7 940	7 972
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net								
Dépense de consommation finale	7 147	7 306	7 471	7 512	7 515	7 528	7 551	7 576
Dépense de consommation individuelle	6 380	6 537	6 699	6 741	6 742	6 754	6 774	6 796
Dépense de consommation collective	767	769	772	770	773	775	777	780
Ajustements pour variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension	61	56	58	58	57	56	57	57
<i>Épargne nette</i> <sup>1)</sup>	280	338	398	387	387	385	390	396
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette								
Formation brute de capital	1 703	1 780	1 873	1 777	1 747	1 731	1 730	1 722
Formation brute de capital fixe	1 752	1 761	1 817	1 767	1 739	1 726	1 719	1 719
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-50	19	56	10	8	5	12	3
Consommation de capital fixe								
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	1	1	1	9	2	0	0	2
Transferts en capital	183	221	173	193	199	206	201	166
Impôts en capital	34	25	31	26	27	30	31	33
Autres transferts en capital	149	196	142	167	172	176	170	133
<i>Capacité (+) ou besoin (-) net de financement (du compte de capital)</i> <sup>1)</sup>	-27	-15	-8	109	153	176	189	213

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	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013
<b>Compte d'exploitation</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base)	8 014	8 201	8 428	8 472	8 474	8 493	8 525	8 563
Taxes nettes de subventions sur les produits	894	942	974	978	977	982	988	990
Produit intérieur brut (prix de marché) <sup>2)</sup>	8 908	9 143	9 402	9 450	9 451	9 476	9 514	9 553
Rémunération des salariés								
Autres taxes nettes de subventions sur la production								
Consommation de capital fixe								
<i>Excédent net d'exploitation et revenu mixte</i>								
<b>Compte d'affectation des revenus primaires</b>								
Excédent net d'exploitation et revenu mixte	2 089	2 187	2 245	2 175	2 167	2 173	2 191	2 203
Rémunération des salariés	4 459	4 521	4 634	4 686	4 692	4 698	4 708	4 724
Taxes nettes de subventions sur la production	1 000	1 040	1 084	1 117	1 115	1 121	1 125	1 130
Revenus de la propriété	2 956	2 809	3 031	2 908	2 860	2 805	2 769	2 741
Intérêts	1 556	1 334	1 492	1 426	1 374	1 327	1 285	1 251
Autres revenus de la propriété	1 400	1 475	1 539	1 482	1 487	1 479	1 485	1 490
<i>Revenu national net</i>								
<b>Compte de distribution secondaire du revenu</b>								
Revenu national net	7 534	7 754	7 977	8 008	8 014	8 031	8 062	8 096
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 032	1 059	1 119	1 176	1 183	1 199	1 208	1 216
Cotisations sociales	1 676	1 705	1 753	1 783	1 790	1 796	1 805	1 812
Prestations sociales autres que les transferts sociaux en nature	1 764	1 809	1 837	1 879	1 890	1 902	1 914	1 924
Autres transferts courants	668	669	673	683	685	688	693	696
Primes nettes d'assurance-dommages	182	182	183	186	186	187	188	188
Indemnités d'assurance-dommages	178	176	177	179	179	180	181	182
Autres	308	310	313	318	319	322	324	326
<i>Revenu disponible net</i>								
<b>Compte d'utilisation du revenu</b>								
Revenu disponible net	7 427	7 644	7 869	7 899	7 902	7 913	7 940	7 972
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	58	57	56	57	57
<i>Épargne nette</i>								
<b>Compte de capital</b>								
Épargne nette	280	338	398	387	387	385	390	396
Formation brute de capital								
Formation brute de capital fixe								
Variations des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur								
Consommation de capital fixe	1 388	1 419	1 462	1 496	1 503	1 509	1 516	1 523
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits								
Transferts en capital	192	230	180	205	211	219	215	184
Impôts en capital	34	25	31	26	27	30	31	33
Autres transferts en capital	158	205	148	179	184	190	184	151
<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	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013
<b>Revenus, épargne et variations de la valeur nette</b>								
Rémunération des salariés (+)	4 459	4 521	4 634	4 686	4 692	4 698	4 708	4 724
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte (+)	1 440	1 449	1 491	1 494	1 498	1 504	1 512	1 517
Intérêts à recevoir (+)	234	202	228	222	217	213	207	203
Intérêts à payer (-)	148	124	147	131	125	120	116	114
Autres revenus de la propriété à recevoir (+)	729	721	748	745	737	728	732	739
Autres revenus de la propriété à payer (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-)	842	849	883	932	940	948	956	962
Cotisations sociales nettes (-)	1 673	1 699	1 747	1 781	1 788	1 795	1 803	1 810
Prestations sociales nettes (+)	1 759	1 804	1 832	1 874	1 885	1 897	1 908	1 918
Transferts courants nets à recevoir (+)	70	70	68	71	74	74	73	74
<b>= Revenu disponible brut</b>	<b>6 019</b>	<b>6 083</b>	<b>6 214</b>	<b>6 238</b>	<b>6 240</b>	<b>6 240</b>	<b>6 255</b>	<b>6 280</b>
Dépense de consommation finale (-)	5 157	5 290	5 441	5 474	5 471	5 478	5 491	5 507
Variations de la valeur nette en fonds de pension (+)	61	55	58	57	56	56	57	57
<b>= Épargne brute</b>	<b>923</b>	<b>849</b>	<b>831</b>	<b>820</b>	<b>826</b>	<b>818</b>	<b>821</b>	<b>829</b>
Consommation de capital fixe (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
Transferts en capital nets à recevoir (+)	9	13	2	1	0	-1	-3	-4
Autres variations de la valeur nette (+)	-381	625	-295	-187	-593	-444	-216	-189
<b>= Variations de la valeur nette</b>	<b>171</b>	<b>1 101</b>	<b>143</b>	<b>233</b>	<b>-170</b>	<b>-30</b>	<b>198</b>	<b>229</b>
<b>Investissement, financement et variations de la valeur nette</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	555	558	573	554	549	543	542	540
Consommation de capital fixe (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
<b>Principales rubriques des placements financiers (+)</b>								
Actifs à court terme	1	43	124	192	173	167	135	97
Numéraire et dépôts	121	118	118	224	228	218	189	130
Titres d'OPCVM monétaires	-46	-59	-23	-31	-39	-30	-27	-15
Titres de créance <sup>1)</sup>	-74	-16	29	-2	-16	-21	-28	-18
Actifs à long terme	492	430	224	151	198	187	213	228
Dépôts	82	58	54	12	7	8	24	53
Titres de créance	0	24	57	-94	-109	-106	-112	-89
Actions et autres participations	178	99	-3	101	151	130	135	89
Actions cotées, non cotées et autres participations	126	93	44	63	70	42	46	27
Titres d'OPCVM	52	7	-47	38	81	88	89	62
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	232	249	116	132	149	156	166	175
<b>Principales rubriques du financement (-)</b>								
Crédits	107	114	88	14	-1	-12	-3	-20
dont auprès des IFM de la zone euro	65	147	81	25	21	1	7	-4
<b>Autres variations des actifs (+)</b>								
Actifs non financiers	-643	480	194	-773	-1 009	-953	-668	-717
Actifs financiers	291	188	-405	525	337	434	389	473
Actions et autres participations	87	54	-347	288	233	284	323	444
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	191	120	15	182	164	130	83	70
Flux nets résiduels (+)	-39	-98	-84	-1	-15	-17	-11	-5
<b>= Variations de la valeur nette</b>	<b>171</b>	<b>1 101</b>	<b>143</b>	<b>233</b>	<b>-170</b>	<b>-30</b>	<b>198</b>	<b>229</b>
<b>Bilan</b>								
Actifs non financiers (+)	29 221	29 873	30 244	29 625	29 183	29 197	29 312	29 041
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	5 768	5 820	5 957	6 128	6 141	6 182	6 159	6 209
Numéraire et dépôts	5 474	5 597	5 728	5 950	5 980	6 032	6 019	6 076
Titres d'OPCVM monétaires	242	184	166	121	112	109	101	97
Titres de créance <sup>1)</sup>	51	39	63	58	48	42	39	36
Actifs à long terme	11 647	12 230	12 007	12 703	12 897	12 908	13 140	13 417
Dépôts	970	1 027	1 082	1 096	1 103	1 113	1 125	1 148
Titres de créance	1 443	1 447	1 394	1 358	1 276	1 311	1 262	1 232
Actions et autres participations	4 109	4 261	3 907	4 310	4 485	4 444	4 656	4 853
Actions cotées et non cotées et autres participations	2 982	3 060	2 823	3 068	3 176	3 134	3 305	3 469
Titres d'OPCVM	1 127	1 201	1 083	1 242	1 309	1 310	1 351	1 384
Provisions d'assurance-vie et de fonds de pension	5 125	5 494	5 625	5 939	6 034	6 039	6 098	6 184
Actifs nets résiduels (+)	279	266	218	195	158	187	198	169
Engagements (-)								
Crédits	5 936	6 110	6 205	6 196	6 169	6 168	6 165	6 152
dont auprès des IFM de la zone euro	4 968	5 213	5 281	5 290	5 279	5 282	5 274	5 268
<b>= Valeur nette</b>	<b>40 978</b>	<b>42 079</b>	<b>42 222</b>	<b>42 455</b>	<b>42 210</b>	<b>42 305</b>	<b>42 644</b>	<b>42 684</b>

Sources : BCE et Eurostat.

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

## 3.4 Sociétés non financières

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

	2009	2010	2011	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013
<b>Revenus et épargne</b>								
Valeur ajoutée brute (prix de base) (+)	4 520	4 663	4 823	4 846	4 842	4 852	4 870	4 893
Rémunération des salariés (-)	2 790	2 834	2 932	2 977	2 979	2 984	2 990	2 999
Autres taxes nettes de subventions sur la production (-)	44	36	45	53	53	54	54	56
<b>= Excédent brut d'exploitation (+)</b>	<b>1 686</b>	<b>1 793</b>	<b>1 846</b>	<b>1 815</b>	<b>1 810</b>	<b>1 814</b>	<b>1 826</b>	<b>1 838</b>
Consommation de capital fixe (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
<b>= Excédent net d'exploitation (+)</b>	<b>904</b>	<b>993</b>	<b>1 019</b>	<b>966</b>	<b>957</b>	<b>957</b>	<b>965</b>	<b>972</b>
Revenus de la propriété à recevoir (+)	533	550	565	545	544	533	529	523
Intérêts à recevoir	172	158	164	150	143	137	133	131
Autres revenus de la propriété à recevoir	361	392	401	396	402	396	396	392
Intérêts et loyers à payer (-)	296	257	286	270	259	249	240	234
<b>= Revenu d'entreprise net (+)</b>	<b>1 140</b>	<b>1 286</b>	<b>1 298</b>	<b>1 242</b>	<b>1 243</b>	<b>1 241</b>	<b>1 254</b>	<b>1 261</b>
Revenus distribués (-)	932	923	977	954	946	938	944	944
Impôts à payer sur le revenu et le patrimoine (-)	151	169	192	201	200	205	204	206
Cotisations sociales à recevoir (+)	71	69	74	74	74	73	73	74
Prestations sociales à payer (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Autres transferts nets (-)	47	45	48	49	49	51	52	51
<b>= Épargne nette</b>	<b>13</b>	<b>150</b>	<b>85</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>50</b>	<b>57</b>	<b>63</b>
<b>Investissement, financement et épargne</b>								
Acquisition nette d'actifs non financiers (+)	65	145	211	133	102	90	88	83
Formation brute de capital fixe (+)	899	927	982	964	945	939	936	939
Consommation de capital fixe (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
Acquisition nette d'autres actifs non financiers (+)	-52	19	55	18	11	8	13	10
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	95	34	-28	63	47	39	53	73
Numéraire et dépôts	88	67	6	75	80	81	91	110
Titres d'OPCVM monétaires	39	-32	-46	-7	-5	-15	-13	-10
Titres de créance <sup>1)</sup>	-31	-1	12	-5	-27	-27	-25	-27
Actifs à long terme	149	433	489	241	209	82	91	105
Dépôts	-1	22	72	-4	-35	-32	-1	2
Titres de créance	22	24	-28	7	6	-2	-5	-14
Actions et autres participations	104	249	298	132	172	105	117	125
Autres (principalement les prêts intragroupes)	24	138	147	106	67	11	-19	-8
Actifs nets résiduels (+)	82	5	-64	25	59	101	52	55
Principales rubriques du financement (-)								
Endettement	31	164	238	160	123	35	-22	-6
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	-105	1	137	-136	-127	-158	-145	-126
<i>dont titres de créance</i>	90	66	48	119	105	90	87	83
Actions et autres participations	262	237	218	191	170	154	182	190
Actions cotées	64	31	27	27	11	21	23	30
Actions non cotées et autres participations	198	206	191	164	159	134	159	159
Transferts en capital nets à recevoir (-)	82	65	67	64	67	66	63	66
<b>= Épargne nette</b>	<b>13</b>	<b>150</b>	<b>85</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>50</b>	<b>57</b>	<b>63</b>
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers								
Actifs à court terme	1 933	1 958	1 931	1 990	1 953	1 940	1 969	2 052
Numéraire et dépôts	1 632	1 695	1 705	1 777	1 757	1 765	1 798	1 880
Titres d'OPCVM monétaires	213	182	134	130	127	113	111	117
Titres de créance <sup>1)</sup>	87	81	92	83	69	62	60	55
Actifs à long terme	10 376	10 852	10 886	11 640	11 947	11 768	12 239	12 531
Dépôts	161	174	236	283	269	263	280	287
Titres de créance	236	253	240	267	281	261	270	264
Actions et autres participations	7 234	7 544	7 360	7 962	8 257	8 103	8 542	8 846
Autres (principalement les prêts intragroupes)	2 745	2 880	3 049	3 128	3 140	3 142	3 146	3 134
Actifs nets résiduels	465	382	465	392	444	455	447	444
Passifs								
Endettement	9 460	9 709	9 864	9 991	9 979	9 936	9 914	9 899
<i>dont crédits auprès des IFM de la zone euro</i>	4 684	4 659	4 698	4 474	4 446	4 403	4 360	4 289
<i>dont titres de créance</i>	814	882	876	1 035	1 055	1 052	1 083	1 085
Actions et autres participations	12 588	13 149	12 459	13 378	13 789	13 654	14 449	15 018
Actions cotées	3 509	3 805	3 287	3 748	3 891	3 853	4 202	4 515
Actions non cotées et autres participations	9 080	9 344	9 172	9 630	9 898	9 801	10 247	10 503

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	T1 2012- T4 2012	T2 2012- T1 2013	T3 2012- T2 2013	T4 2012- T3 2013	T1 2013- T4 2013
<b>Compte financier, opérations financières</b>								
Principales rubriques des placements financiers (+)								
Actifs à court terme	-41	-6	54	44	20	-18	-39	-66
Numéraire et dépôts	-33	-9	14	15	11	8	3	-14
Titres d'OPCVM monétaires	6	-8	16	32	10	-12	-19	-34
Titres de créance <sup>1)</sup>	-14	11	24	-3	0	-13	-22	-18
Actifs à long terme	293	294	131	187	176	210	244	301
Dépôts	15	-5	9	-17	-19	-15	-18	-9
Titres de créance	104	191	41	137	96	109	110	133
Crédits	9	32	12	9	11	10	1	4
Actions cotées	-49	-1	-11	-8	0	0	10	1
Actions non cotées et autres participations	-14	12	13	2	2	1	6	11
Titres d'OPCVM	228	66	68	64	85	105	135	160
Actifs nets résiduels (+)	17	7	-30	-43	-25	-28	-33	-2
Principales rubriques du financement (-)								
Titres de créance	5	1	3	7	5	3	3	0
Crédits	-4	7	11	-15	0	-7	-23	-5
Actions et autres participations	5	6	4	1	2	2	1	5
Provisions techniques d'assurance	247	281	115	155	170	175	183	197
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	241	262	111	139	155	164	170	181
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	6	19	4	16	15	12	13	16
<b>= Variations de la valeur financière nette résultant des transactions</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	<b>22</b>	<b>41</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>8</b>	<b>37</b>
<b>Compte des autres changements</b>								
Autres variations des actifs financiers (+)								
Actions et autres participations	197	119	-105	197	148	132	97	98
Autres actifs nets	34	-6	14	236	133	94	3	-64
Autres variations des passifs (-)								
Actions et autres participations	13	-1	-48	67	55	84	72	65
Provisions techniques d'assurance	169	136	16	190	168	130	82	69
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	197	125	19	188	165	129	81	68
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	-28	11	-3	2	2	1	1	1
<b>= Autres variations résultant de la valeur financière nette</b>	<b>49</b>	<b>-22</b>	<b>-59</b>	<b>176</b>	<b>59</b>	<b>12</b>	<b>-54</b>	<b>-100</b>
<b>Compte de patrimoine financier</b>								
Actifs financiers (+)								
Actifs à court terme	331	330	371	408	413	366	356	335
Numéraire et dépôts	195	190	193	209	218	201	201	193
Titres d'OPCVM monétaires	95	88	102	125	125	107	99	87
Titres de créance <sup>1)</sup>	41	52	76	74	69	59	56	56
Actifs à long terme	5 649	6 041	6 046	6 643	6 774	6 769	6 897	7 020
Dépôts	612	605	611	594	595	596	591	589
Titres de créance	2 467	2 638	2 660	3 000	3 030	3 031	3 053	3 105
Crédits	436	469	481	491	490	487	489	493
Actions cotées	397	422	377	404	413	410	426	439
Actions non cotées et autres participations	412	417	421	433	435	435	440	443
Titres d'OPCVM	1 325	1 489	1 496	1 722	1 812	1 810	1 898	1 951
Actifs nets résiduels (+)	225	247	262	252	249	240	230	219
Passifs (-)								
Titres de créance	42	43	46	55	55	52	52	53
Crédits	281	292	301	284	302	300	295	285
Actions et autres participations	441	447	403	471	491	499	516	540
Provisions techniques d'assurance	5 586	6 003	6 134	6 479	6 593	6 597	6 656	6 746
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	4 801	5 188	5 318	5 645	5 742	5 745	5 804	5 895
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	785	815	816	834	851	851	852	851
<b>= Valeur financière nette</b>	<b>-146</b>	<b>-168</b>	<b>-204</b>	<b>13</b>	<b>-5</b>	<b>-73</b>	<b>-36</b>	<b>-51</b>

Source : BCE

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

# MARCHÉS FINANCIERS



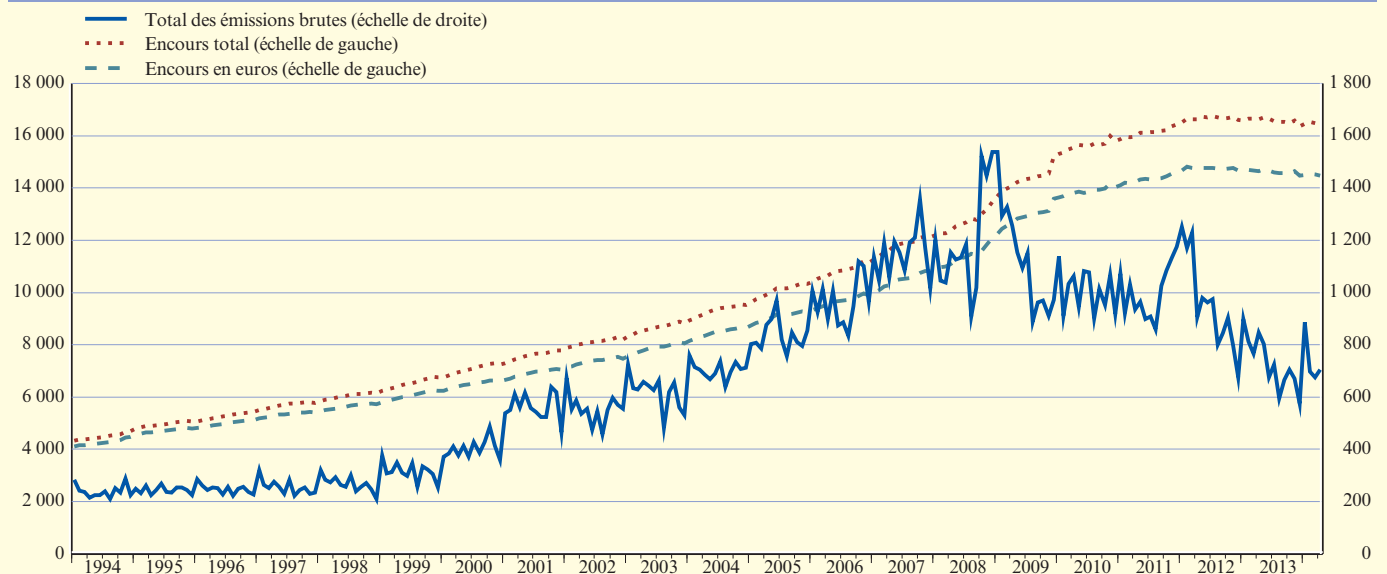
## 4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises

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

	Total en euros <sup>1)</sup>			Par les résidents de la zone euro									
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			Toutes devises confondues			Taux de croissance annuels	Données cvs <sup>2)</sup>		
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes		Émissions nettes	Taux de croissance semestriels	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>													
2013	Avril	16 889,4	757,6	-7,7	14 649,4	709,0	-13,6	16 624,0	847,1	-6,8	-0,3	-12,7	-1,4
	Mai	16 956,7	710,0	68,5	14 722,2	664,0	73,9	16 712,4	803,0	92,6	0,0	13,3	-1,0
	Juin	16 894,1	600,3	-62,2	14 670,6	557,6	-51,1	16 643,4	674,8	-62,3	-0,3	-23,7	-0,9
	Juillet	16 827,9	639,4	-66,0	14 597,8	590,7	-72,3	16 550,9	725,4	-79,9	-0,9	-57,2	-1,4
	Août	16 804,7	515,6	-23,4	14 572,9	482,0	-25,0	16 537,0	594,2	-17,1	-0,8	18,4	-0,9
	Septembre	16 814,5	606,3	10,3	14 565,9	555,6	-6,6	16 524,1	666,5	-5,1	-0,7	41,4	-0,2
	Octobre	16 818,3	642,1	4,8	14 557,2	571,9	-7,5	16 492,9	705,0	-20,0	-1,0	-35,8	-0,5
	Novembre	16 928,4	597,6	110,4	14 638,6	538,8	81,7	16 579,8	670,0	85,5	-0,7	19,1	-0,5
	Décembre	16 752,4	515,7	-185,9	14 465,1	477,5	-183,4	16 361,1	575,4	-219,6	-1,2	-118,4	-1,6
2014	Janvier	16 774,4	793,5	22,0	14 494,6	735,4	29,6	16 467,0	886,5	88,2	-0,8	67,5	-0,1
	Février	16 846,9	629,7	68,3	14 554,4	576,7	55,7	16 527,7	697,4	69,7	-0,6	9,1	-0,2
	Mars	16 829,7	648,7	-18,1	14 524,9	579,6	-30,5	16 479,5	675,7	-48,9	-0,7	-46,7	-1,3
	Avril	.	.	.	14 475,4	611,6	-47,6	16 429,9	705,8	-44,9	-1,0	-46,4	-1,4
<b>Long terme</b>													
2013	Avril	15 563,5	247,7	-4,4	13 401,2	217,2	-15,4	15 127,4	248,9	-3,0	0,8	-9,9	-0,7
	Mai	15 630,9	254,5	68,6	13 474,8	223,2	74,9	15 211,4	260,9	88,4	1,0	20,5	-0,4
	Juin	15 610,5	208,2	-19,9	13 468,6	181,6	-5,6	15 188,2	201,4	-17,4	0,7	-10,2	-0,2
	Juillet	15 538,9	204,7	-71,5	13 383,3	173,1	-84,9	15 083,6	195,3	-94,3	0,1	-54,8	-1,1
	Août	15 533,4	117,3	-5,6	13 374,4	97,7	-9,1	15 082,2	113,0	-5,5	0,2	37,3	-0,1
	Septembre	15 549,9	223,7	16,9	13 380,0	190,6	6,0	15 088,3	216,7	15,6	0,2	56,4	0,5
	Octobre	15 579,1	249,1	29,3	13 390,6	199,0	10,8	15 084,4	228,2	5,1	-0,1	-6,7	0,6
	Novembre	15 695,7	251,9	115,4	13 482,1	210,0	90,4	15 191,7	240,1	105,7	0,2	45,7	0,9
	Décembre	15 596,1	154,0	-100,1	13 390,8	133,1	-91,8	15 080,1	148,5	-103,0	0,1	-43,9	0,5
2014	Janvier	15 562,4	275,6	-32,6	13 357,8	237,3	-31,9	15 089,5	290,2	-4,2	0,1	2,1	1,2
	Février	15 627,7	233,0	65,1	13 413,4	199,0	55,5	15 142,3	231,6	65,1	0,4	9,2	0,8
	Mars	15 584,0	255,7	-45,1	13 365,3	207,9	-49,5	15 091,1	237,2	-52,2	0,0	-47,8	-0,5
	Avril	.	.	.	13 343,9	222,8	-20,4	15 074,0	247,8	-13,3	-0,1	-16,2	-0,7

## G15 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro

(montants en milliards d'euros)



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

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

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

(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois et encours en fin de période en valeur nominale)

### 1. Encours et émissions brutes

	Encours						Émissions brutes <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2012	16 598	5 399	3 256	988	6 271	684	958	589	81	68	187	32
2013	16 361	4 887	3 187	1 060	6 554	674	728	385	64	64	187	29
2013 T2	16 643	5 122	3 261	1 023	6 559	678	775	408	65	67	201	34
T3	16 524	5 004	3 243	1 054	6 552	671	662	350	52	64	171	25
T4	16 361	4 887	3 187	1 060	6 554	674	650	341	57	65	162	25
2014 T1	16 479	4 829	3 189	1 087	6 694	681	753	371	71	69	201	41
2014 Janvier	16 467	4 924	3 210	1 084	6 579	669	886	467	67	84	228	40
Février	16 528	4 891	3 212	1 083	6 659	681	697	333	60	60	199	44
Mars	16 479	4 829	3 189	1 087	6 694	681	676	311	86	64	175	39
Avril	16 430	4 797	3 166	1 084	6 709	675	706	327	64	76	205	34
<b>Court terme</b>												
2012	1 488	601	136	82	606	64	703	490	37	53	103	21
2013	1 281	474	110	75	570	52	511	315	26	48	102	21
2013 T2	1 455	558	134	90	620	54	538	337	25	52	100	23
T3	1 436	539	132	90	627	47	487	294	25	46	104	18
T4	1 281	474	110	75	570	52	445	269	22	45	90	18
2014 T1	1 388	530	140	83	579	56	500	289	34	50	99	27
2014 Janvier	1 378	533	117	87	587	53	596	372	22	57	115	29
Février	1 385	544	122	85	581	52	466	260	35	48	100	23
Mars	1 388	530	140	83	579	56	438	235	46	46	83	29
Avril	1 356	521	137	81	567	50	458	258	21	64	91	24
<b>Long terme <sup>2)</sup></b>												
2012	15 110	4 798	3 120	906	5 665	621	255	99	45	16	83	12
2013	15 080	4 413	3 077	985	5 983	622	217	69	38	17	85	8
2013 T2	15 188	4 564	3 127	934	5 939	624	237	71	40	16	101	10
T3	15 088	4 465	3 111	964	5 925	623	175	56	26	18	67	8
T4	15 080	4 413	3 077	985	5 983	622	206	72	35	20	72	7
2014 T1	15 091	4 299	3 049	1 003	6 115	624	253	82	37	19	102	14
2014 Janvier	15 090	4 391	3 093	997	5 992	616	290	95	45	26	113	11
Février	15 142	4 347	3 090	998	6 078	629	232	74	25	12	100	21
Mars	15 091	4 299	3 049	1 003	6 115	624	237	77	40	19	92	9
Avril	15 074	4 276	3 028	1 003	6 142	625	248	69	43	12	113	10
<i>dont : long terme à taux fixe</i>												
2012	10 434	2 811	1 210	814	5 154	444	165	54	18	15	71	7
2013	10 682	2 648	1 316	883	5 382	452	144	36	18	14	69	6
2013 T2	10 676	2 719	1 300	839	5 363	455	154	34	20	13	79	8
T3	10 655	2 671	1 315	863	5 353	454	121	32	12	14	59	5
T4	10 682	2 648	1 316	883	5 382	452	137	37	18	18	59	5
2014 T1	10 756	2 570	1 311	897	5 517	461	183	46	20	16	90	11
2014 Janvier	10 685	2 633	1 314	892	5 396	448	211	59	24	23	97	8
Février	10 746	2 603	1 313	893	5 477	461	170	39	9	11	93	18
Mars	10 756	2 570	1 311	897	5 517	461	168	39	27	15	79	7
Avril	10 763	2 561	1 328	896	5 516	462	157	36	23	11	78	8
<i>dont : long terme à taux variable</i>												
2012	4 247	1 733	1 813	88	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3 985	1 562	1 656	98	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 T2	4 076	1 606	1 725	92	484	169	70	31	17	2	17	2
T3	4 017	1 580	1 693	97	477	169	43	20	13	3	4	2
T4	3 985	1 562	1 656	98	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 T1	3 919	1 533	1 621	101	501	163	57	31	14	2	8	3
2014 Janvier	3 994	1 558	1 664	101	504	167	67	31	19	4	11	3
Février	3 980	1 545	1 660	100	507	168	47	29	11	0	4	3
Mars	3 919	1 533	1 621	101	501	163	58	33	11	3	8	2
Avril	3 895	1 522	1 583	101	526	162	79	29	16	1	32	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.

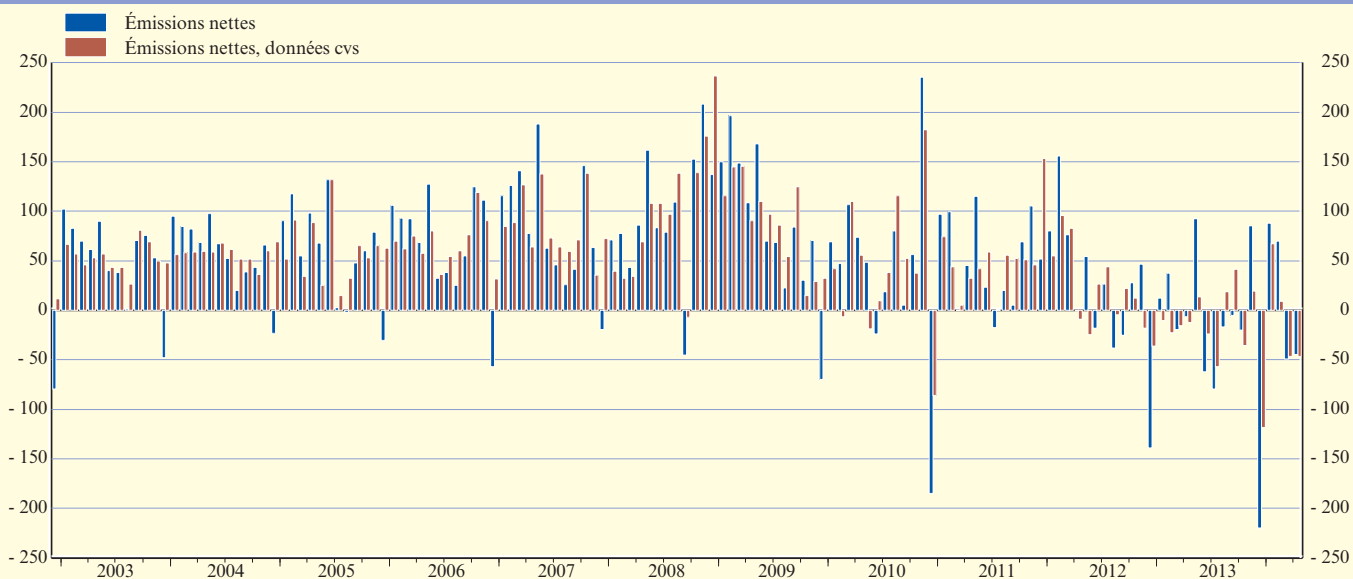
2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et celui des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable correspond aux obligations zéro coupon et aux effets de valorisation.

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 <sup>1)</sup>						Données cvs <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (Eurosysteme inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosysteme inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Total</b>											
2012	20,4	-8,1	1,9	10,5	13,0	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-16,9	-39,7	-7,2	6,7	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 T2	7,8	-40,8	3,6	3,5	44,7	-3,3	-7,7	-39,7	2,9	2,4	29,7	-3,0
T3	-34,0	-36,7	-4,8	11,2	-1,6	-2,1	0,9	-35,5	9,3	11,7	16,0	-0,6
T4	-51,4	-35,4	-21,6	3,2	0,9	1,4	-45,0	-24,3	-42,1	6,0	14,5	0,9
2014 T1	36,3	-20,9	-0,8	8,8	46,9	2,2	10,0	-34,1	6,3	6,5	30,2	1,1
2014 Janvier	88,2	28,1	19,3	22,0	24,1	-5,3	67,5	10,1	32,4	20,5	5,7	-1,2
Février	69,7	-27,4	1,5	1,4	81,3	12,8	9,1	-56,9	8,9	-2,0	47,6	11,5
Mars	-48,9	-63,3	-23,1	3,1	35,2	-0,8	-46,7	-55,6	-22,2	1,0	37,2	-7,1
Avril	-44,9	-28,5	-23,1	-1,8	14,5	-6,0	-46,4	-32,7	-37,8	-8,4	37,3	-4,9
	<b>Long terme</b>											
2012	30,4	0,5	-0,1	10,4	15,4	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	1,2	-29,4	-3,9	7,3	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 T2	22,6	-33,1	5,3	4,0	45,1	1,3	0,1	-39,1	5,4	3,0	31,0	-0,2
T3	-28,1	-30,7	-4,1	10,9	-4,2	0,1	13,0	-27,6	6,8	11,5	19,9	2,5
T4	2,6	-14,5	-10,8	8,3	19,8	-0,2	-1,6	-4,9	-28,6	9,0	22,2	0,6
2014 T1	2,9	-38,6	-9,4	6,1	44,0	0,7	-12,2	-45,5	-2,7	5,7	31,2	-0,9
2014 Janvier	-4,2	-27,8	12,6	9,5	7,9	-6,4	2,1	-31,7	24,7	11,8	3,2	-5,9
Février	65,1	-38,7	0,5	3,4	86,5	13,4	9,2	-62,6	5,6	2,2	52,1	11,9
Mars	-52,2	-49,2	-41,3	5,3	37,8	-4,8	-47,8	-42,1	-38,4	3,1	38,4	-8,9
Avril	-13,3	-20,9	-20,1	0,1	26,8	0,8	-16,2	-25,7	-30,7	-3,8	44,7	-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)



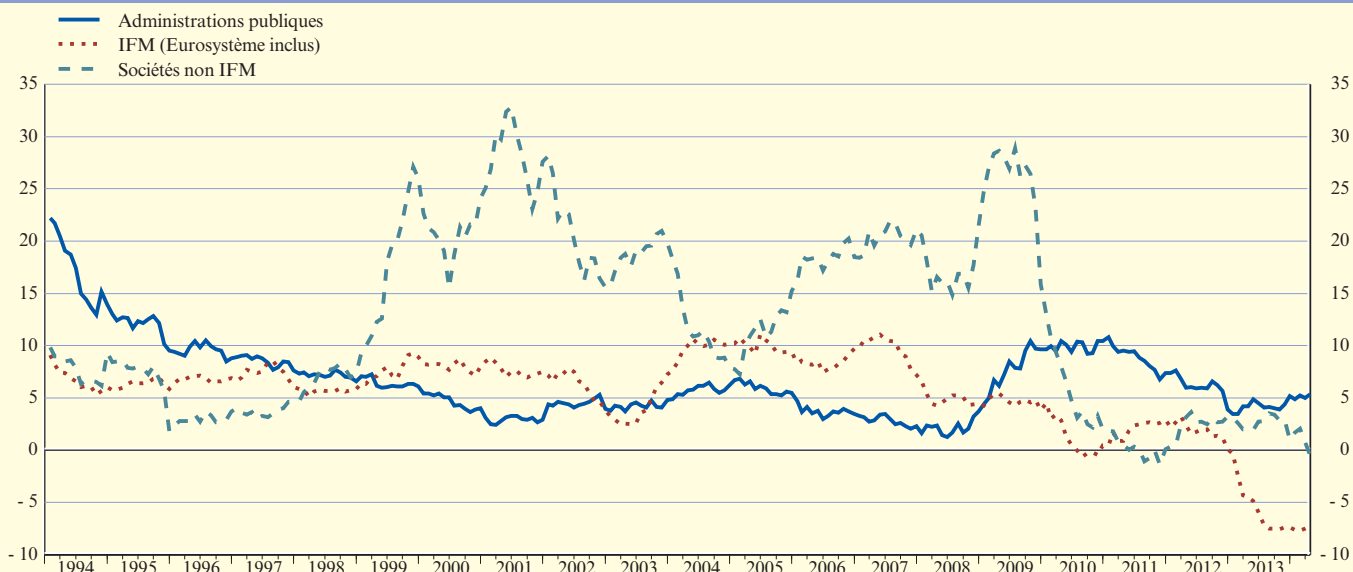
Source : BCE.

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 <sup>1)</sup> (variations en pourcentage)

	Taux de croissance annuels (données brutes)						Taux de croissance semestriels (données cvs)						
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
	Total												
2013	Avril	-0,3	-6,2	-1,0	12,8	3,5	0,4	-1,4	-10,6	1,9	11,6	3,5	-2,7
	Mai	0,0	-6,5	-0,8	11,2	4,4	-0,4	-1,0	-11,5	2,9	8,4	5,2	-2,9
	Juin	-0,3	-7,3	0,2	10,3	4,3	-2,6	-0,9	-10,8	0,8	5,5	6,3	-2,1
	Juillet	-0,9	-8,7	0,5	10,1	4,1	-4,7	-1,4	-11,6	0,7	5,7	5,9	-5,6
	Août	-0,8	-9,2	1,3	10,7	4,1	-3,6	-0,9	-9,9	0,2	7,3	5,1	-1,4
	Septembre	-0,7	-8,9	1,7	10,2	4,1	-3,8	-0,2	-8,4	2,3	8,5	4,3	-3,2
	Octobre	-1,0	-9,0	0,7	10,1	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	-0,3	8,6	4,2	-5,0
	Novembre	-0,7	-8,8	0,7	10,2	4,0	-2,6	-0,5	-5,9	-1,4	12,0	2,8	-2,2
	Décembre	-1,2	-8,9	-2,6	8,2	4,6	-1,1	-1,6	-6,9	-6,0	10,7	2,8	0,2
2014	Janvier	-0,8	-8,1	-1,7	9,6	4,4	-2,0	-0,1	-4,4	-4,0	13,7	3,0	2,0
	Février	-0,6	-7,8	-1,9	8,7	4,5	0,7	-0,2	-5,5	-3,9	10,1	3,9	2,9
	Mars	-0,7	-7,7	-2,2	7,9	4,2	-0,8	-1,3	-6,9	-6,4	7,2	4,1	1,8
	Avril	-1,0	-7,6	-3,6	6,2	4,7	-1,9	-1,4	-7,8	-6,8	3,8	5,3	1,1
	Long terme												
2013	Avril	0,8	-4,5	-1,3	14,6	4,3	3,2	-0,7	-8,3	0,7	11,8	3,3	-0,1
	Mai	1,0	-4,9	-1,0	13,3	5,1	2,9	-0,4	-10,0	2,0	7,7	5,5	-1,0
	Juin	0,7	-5,9	0,1	12,6	4,8	1,6	-0,2	-10,4	1,3	5,9	7,1	-1,7
	Juillet	0,1	-7,2	0,2	12,1	4,5	0,3	-1,1	-11,9	0,9	5,7	6,5	-3,1
	Août	0,2	-7,5	1,1	12,4	4,5	0,7	-0,1	-10,0	1,9	8,4	5,8	0,3
	Septembre	0,2	-7,5	1,2	11,2	4,4	0,3	0,5	-8,4	2,4	9,6	5,3	2,2
	Octobre	-0,1	-7,5	0,6	10,9	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,3	10,0	5,1	1,7
	Novembre	0,2	-7,4	0,6	10,9	4,8	0,4	0,9	-4,7	-0,9	14,2	4,2	1,7
	Décembre	0,1	-7,4	-1,5	9,7	5,7	0,6	0,5	-4,2	-4,1	13,6	4,3	3,0
2014	Janvier	0,1	-7,6	-0,8	10,2	5,5	-1,1	1,2	-3,2	-2,4	14,9	4,4	1,2
	Février	0,4	-7,7	-0,3	10,1	5,6	1,8	0,8	-5,3	-2,4	11,9	5,4	3,3
	Mars	0,0	-7,5	-1,8	9,6	5,4	0,9	-0,5	-6,7	-5,9	9,4	5,5	-0,3
	Avril	-0,1	-7,3	-3,1	8,3	5,9	0,4	-0,7	-7,8	-6,5	6,5	6,8	-0,8

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



Source : BCE.

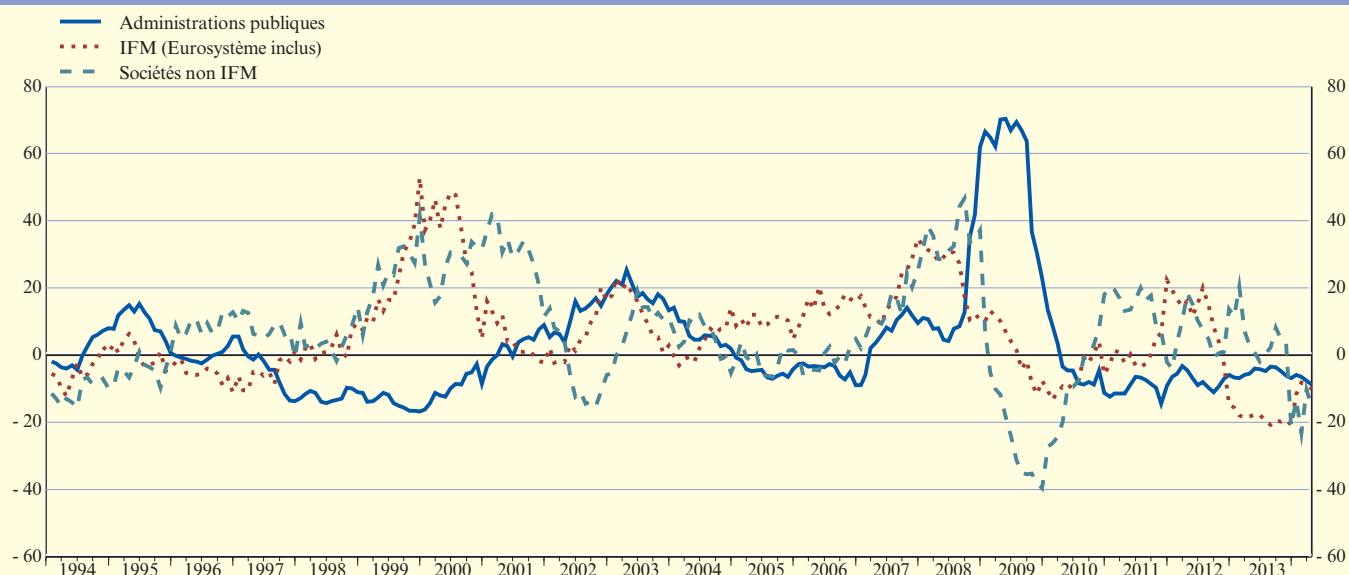
1) Pour plus de détails sur le calcul des taux de croissance, cf. les notes techniques. Les taux de croissance semestriels ont été annualisés.



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

	Long terme à taux fixe						Long terme à taux variable					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
	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
<b>Toutes devises confondues</b>												
2012	5,3	4,1	1,9	10,6	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3
2013	3,3	-3,2	6,7	13,6	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,4	5,0	-1,3	-0,8
2013 T2	3,7	-3,3	7,5	15,0	5,1	4,5	-7,5	-6,7	-10,7	2,0	-1,8	-0,8
T3	3,0	-4,8	7,8	12,9	4,8	3,4	-8,0	-9,6	-8,9	6,9	-1,9	-5,4
T4	2,3	-5,0	5,2	10,7	4,2	2,6	-6,6	-9,8	-7,9	11,7	6,5	-4,1
2014 T1	1,8	-5,9	1,4	9,9	4,8	1,8	-5,0	-8,5	-7,2	12,6	12,8	-2,5
2013 Novembre	2,1	-4,8	4,9	10,7	3,9	2,0	-5,6	-9,8	-7,3	12,8	13,2	-3,2
Décembre	2,1	-5,1	3,7	9,5	4,5	2,2	-6,2	-9,3	-9,4	11,1	14,2	-2,9
2014 Janvier	1,7	-5,8	2,0	10,0	4,6	0,0	-5,1	-8,8	-7,6	13,4	15,8	-3,0
Février	1,8	-6,2	0,0	10,3	5,2	2,9	-4,2	-8,4	-5,2	12,5	10,5	-0,9
Mars	1,7	-6,4	0,6	9,1	5,0	3,0	-5,0	-7,2	-7,8	12,9	10,2	-4,3
Avril	1,7	-6,4	0,9	8,1	5,0	2,6	-5,3	-6,8	-9,7	12,3	13,8	-5,0
<b>En euros</b>												
2012	5,5	4,6	0,6	10,9	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,4	6,3	22,9
2013	3,1	-4,0	4,1	14,7	4,6	4,1	-7,5	-7,2	-10,7	6,2	-1,8	-1,2
2013 T2	3,4	-4,0	4,6	16,4	5,0	4,4	-7,7	-5,9	-12,0	4,0	-2,4	-1,4
T3	2,7	-5,9	5,0	14,0	4,8	3,8	-8,4	-9,7	-9,9	8,4	-2,3	-5,8
T4	2,0	-6,0	2,8	11,4	4,3	2,8	-7,0	-10,3	-8,7	12,8	6,4	-4,5
2014 T1	1,6	-7,1	-1,2	9,6	4,9	1,7	-5,7	-9,3	-8,4	11,7	12,9	-2,8
2013 Novembre	1,9	-5,8	2,7	11,7	3,9	2,2	-6,0	-10,3	-8,0	13,2	13,4	-3,5
Décembre	2,0	-6,2	2,4	10,3	4,6	2,4	-6,9	-10,2	-10,5	11,2	14,1	-3,4
2014 Janvier	1,4	-6,9	-1,4	9,7	4,6	0,0	-5,9	-9,6	-9,3	12,1	16,0	-3,1
Février	1,6	-7,4	-2,7	9,7	5,2	2,7	-4,8	-9,2	-6,1	11,4	10,7	-1,5
Mars	1,5	-7,8	-1,4	8,4	5,0	2,6	-5,6	-8,1	-8,8	12,2	10,3	-4,1
Avril	1,5	-8,0	-0,5	7,5	5,1	2,3	-5,9	-7,6	-11,1	11,0	14,2	-4,3

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



Source : BCE.

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

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

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

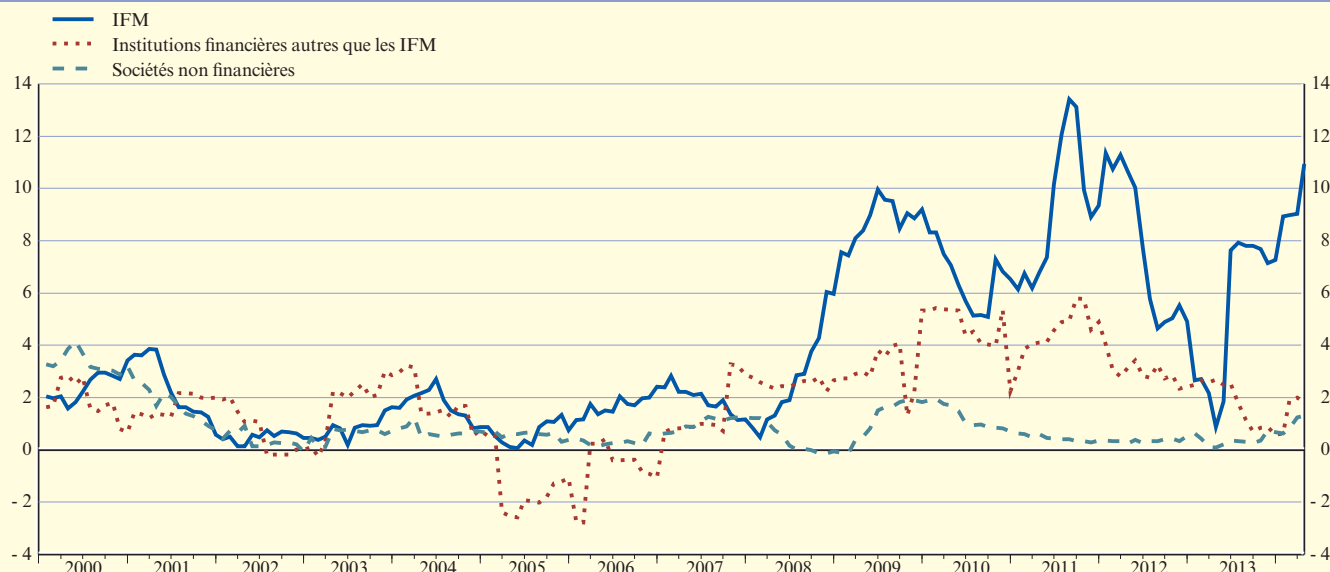
##### 1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières	
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 Avril	4 071,1	106,5	1,4	327,2	10,7	292,3	3,1	3 451,6	0,2
Mai	3 765,4	106,6	1,5	280,8	10,0	265,5	3,4	3 219,1	0,4
Juin	3 928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	285,0	2,8	3 325,4	0,3
Juillet	4 054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	292,1	2,7	3 452,1	0,3
Août	4 178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	309,4	3,2	3 519,7	0,3
Septembre	4 235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	323,9	2,7	3 546,2	0,4
Octobre	4 311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	333,8	2,8	3 594,4	0,4
Novembre	4 399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	342,3	2,3	3 661,8	0,3
Décembre	4 503,7	107,2	1,0	402,4	4,9	357,3	2,4	3 743,9	0,5
2013 Janvier	4 658,5	107,3	0,9	441,5	2,7	370,7	2,5	3 846,3	0,6
Février	4 643,2	107,1	0,8	416,1	2,7	364,5	2,7	3 862,6	0,4
Mars	4 645,2	106,9	0,5	380,3	2,2	369,0	2,6	3 895,9	0,1
Avril	4 747,4	106,8	0,3	410,4	0,9	394,9	2,7	3 942,1	0,1
Mai	4 864,1	107,1	0,5	440,2	1,9	408,0	2,5	4 016,0	0,2
Juin	4 663,9	107,9	1,2	413,5	7,6	394,5	2,5	3 855,9	0,4
Juillet	4 903,7	108,0	1,1	446,6	7,9	418,7	1,8	4 038,5	0,3
Août	4 892,0	107,9	1,1	461,5	7,8	416,1	1,1	4 014,5	0,3
Septembre	5 136,7	107,9	1,0	491,7	7,8	427,6	0,7	4 217,3	0,3
Octobre	5 411,0	108,1	1,1	557,2	7,7	445,1	0,8	4 408,7	0,4
Novembre	5 502,3	108,4	1,3	562,8	7,1	454,6	0,9	4 484,9	0,7
Décembre	5 567,9	108,6	1,3	569,0	7,3	465,8	0,6	4 533,1	0,7
2014 Janvier	5 485,2	108,8	1,4	597,7	8,9	456,1	0,6	4 431,4	0,6
Février	5 757,5	108,9	1,7	637,8	9,0	475,3	1,9	4 644,4	0,8
Mars	5 809,2	109,1	2,0	642,6	9,0	477,1	2,0	4 689,5	1,2
Avril	5 839,6	109,2	2,2	639,1	10,9	483,5	1,8	4 717,0	1,3

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

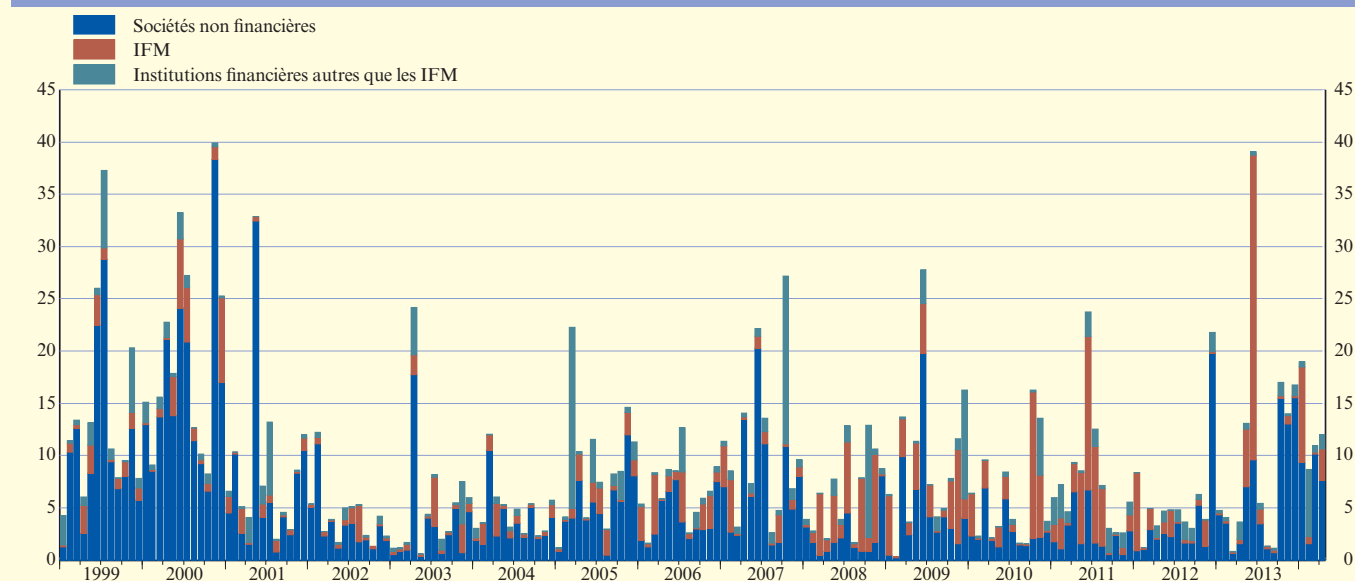
1) Pour plus de détails sur le calcul de l'indice et des taux de croissance, cf. les notes techniques.

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

2. Opérations durant le mois

	Total			IFM			Institutions financières autres que les IFM			Sociétés non financières		
	Émissions brutes 1	Remboursements 2	Émissions nettes 3	Émissions brutes 4	Remboursements 5	Émissions nettes 6	Émissions brutes 7	Remboursements 8	Émissions nettes 9	Émissions brutes 10	Remboursements 11	Émissions nettes 12
2012												
Avril	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
Mai	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Juin	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Juillet	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,6	0,3	3,2
Août	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
Septembre	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
Octobre	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
Novembre	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Décembre	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	10,8	8,9
2013												
Janvier	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Février	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mars	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Avril	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
Mai	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
Juin	39,1	1,9	37,1	29,2	0,0	29,1	0,3	0,3	0,1	9,6	1,7	7,9
Juillet	5,4	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
Août	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
Septembre	1,0	1,7	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7	1,1	-0,4
Octobre	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
Novembre	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0
Décembre	16,6	7,0	9,6	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	7,0	8,6
2014												
Janvier	18,9	7,8	11,1	9,1	0,3	8,9	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9
Février	8,7	2,3	6,4	0,7	0,0	0,7	6,4	0,3	6,1	1,6	2,0	-0,4
Mars	10,8	2,4	8,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	10,2	1,8	8,4
Avril	12,0	2,9	9,0	3,0	0,0	3,0	1,3	0,0	1,3	7,7	2,9	4,7

G20 Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs  
(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois ; valeurs de marché)



Source : BCE.

#### 4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

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

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

	Dépôts à vue	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières					Pensions
		Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis <sup>2)</sup>		Dépôts à vue	Dépôts à terme				
		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans		
		1	2	3	4	5		6	7	8	9	
2013	Mai	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,31	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
	Juin	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,28	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72
	Juillet	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,37	0,82	1,63	1,78	0,85
	Août	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,21	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51
	Septembre	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56
	Octobre	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,15	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29
	Novembre	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,11	0,34	0,75	1,57	1,73	0,47
	Décembre	0,29	1,58	1,66	1,91	1,11	1,07	0,34	0,79	1,52	1,63	0,71
2014	Janvier	0,28	1,66	1,64	1,95	1,09	1,05	0,33	0,71	1,42	1,81	0,58
	Février	0,28	1,60	1,62	1,93	1,10	1,10	0,33	0,63	1,42	1,75	0,83
	Mars	0,28	1,57	1,50	1,86	1,07	1,01	0,35	0,65	1,37	1,58	0,87
	Avril	0,27	1,56	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,72	1,24	1,60	0,28

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

	Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de créances sur cartes de crédit <sup>3)</sup>	Prêts à la consommation				Prêts au logement				Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes				
			Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>	Par périodes de fixation initiale du taux			TAEG <sup>4)</sup>	Par périodes de fixation initiale du taux				
			Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans		Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et > à 10 ans		Taux variable et taux ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	Mai	7,90	17,08	5,62	6,12	7,81	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14
	Juin	7,84	17,03	5,51	6,06	7,65	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,07	3,01
	Juillet	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18
	Août	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15
	Septembre	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16
	Octobre	7,67	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
	Novembre	7,64	16,96	5,81	6,05	7,75	7,21	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19
	Décembre	7,63	16,94	5,63	6,20	7,44	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05
2014	Janvier	7,69	17,08	5,73	6,08	7,73	7,34	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,24	3,81	3,01
	Février	7,65	17,08	5,87	6,01	7,68	7,38	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,29	3,98	3,08
	Mars	7,65	17,08	5,83	5,95	7,55	7,29	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,29	4,03	3,11
	Avril	7,60	17,24	5,66	5,83	7,51	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07

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

	Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts d'un montant ≤ à 250 000 euros par périodes de fixation initiale du taux						Autres prêts d'un montant > à 1 million d'euros par périodes de fixation initiale du taux						
		Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans	Taux variable et période ≤ à 3 mois	> à 3 mois et ≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 3 ans	> à 3 ans et ≤ à 5 ans	> à 5 ans et ≤ à 10 ans	> à 10 ans	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	Mai	4,14	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,09	2,70	3,21	3,52	2,68	2,79
	Juin	4,14	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
	Juillet	4,12	4,65	4,80	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,71	2,72	2,82	2,98	3,17
	Août	4,10	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
	Septembre	4,13	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
	Octobre	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
	Novembre	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
	Décembre	4,12	4,53	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014	Janvier	4,15	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,75	2,76	2,94	2,97	3,13
	Février	4,11	4,53	4,59	4,26	4,07	3,48	3,45	2,09	2,79	2,91	2,78	2,79	3,16
	Mars	4,08	4,60	4,49	4,24	4,11	3,54	3,47	2,18	2,76	2,83	2,98	2,77	3,23
	Avril	4,12	4,59	4,49	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,57	2,88	2,59	2,82	3,20

Source : BCE.

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

2) Pour cette catégorie d'instruments, les ménages et les sociétés non financières sont fusionnés et affectés au secteur des ménages ; en effet, les encours correspondant aux sociétés non financières sont négligeables comparés à ceux du secteur des ménages dans l'ensemble des États membres participants.

3) Les facilités de remboursement différé sur cartes de crédit (crédits accordés à un taux d'intérêt de 0% au cours de la période de facturation) sont exclues de cette catégorie d'instrument.

4) Le taux annuel effectif global (TAEG) correspond au coût total d'un prêt. Ce coût total comprend, outre le taux d'intérêt, tous les autres coûts afférents au prêt tels que les frais de recherche de renseignements, frais administratifs, frais de préparation des documents et garanties.

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

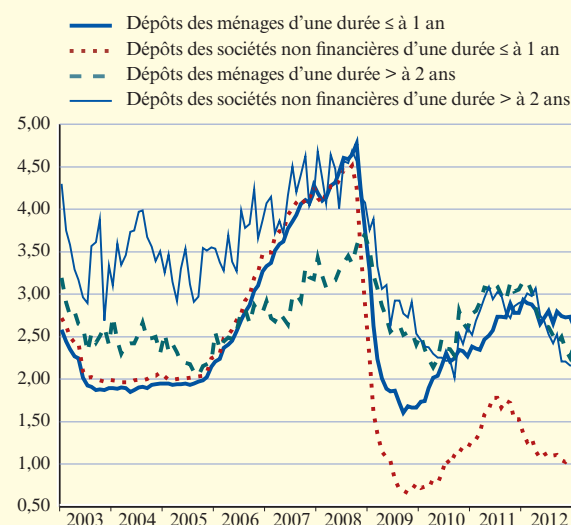
**4. Taux d'intérêt appliqués aux dépôts (encours)**

	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières			Pensions
	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis <sup>2)</sup>		Dépôts à vue	Dépôts à terme		
		≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 2 ans	> à 2 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 Mai	0,33	2,41	2,67	1,31	1,31	0,38	1,57	2,79	1,62
Juin	0,32	2,36	2,67	1,30	1,28	0,38	1,52	2,80	1,73
Juillet	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,67
Août	0,30	2,22	2,63	1,15	1,21	0,37	1,44	2,82	1,50
Septembre	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,84	1,66
Octobre	0,29	2,09	2,60	1,13	1,15	0,34	1,34	2,83	1,35
Novembre	0,29	2,02	2,60	1,12	1,11	0,34	1,32	2,84	1,34
Décembre	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,05
2014 Janvier	0,28	1,88	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01
Février	0,28	1,84	2,59	1,10	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08
Mars	0,28	1,79	2,53	1,07	1,01	0,35	1,20	2,76	1,11
Avril	0,27	1,75	2,52	1,06	0,99	0,34	1,18	2,73	1,02

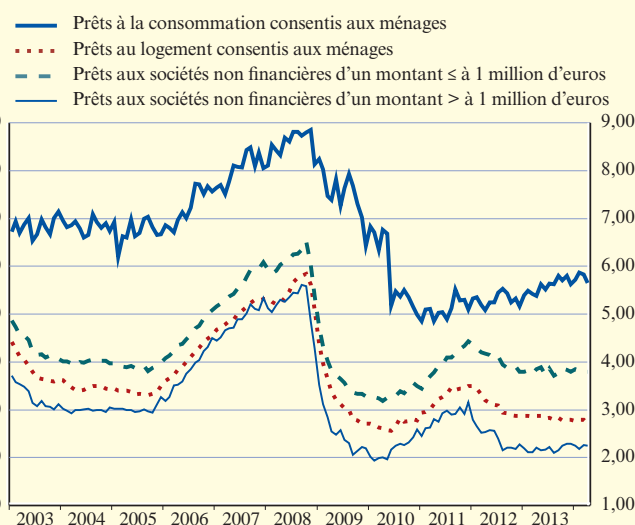
**5. Taux d'intérêt appliqués aux prêts (encours)**

	Prêts aux ménages					Prêts aux sociétés non financières			
	Prêts au logement d'une durée			Prêts à la consommation et autres prêts d'une durée		D'une durée			
	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 Mai	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13
Juin	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14
Juillet	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14
Août	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
Septembre	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13
Octobre	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12
Novembre	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12
Décembre	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14
2014 Janvier	3,60	3,17	3,31	7,58	6,11	4,76	3,67	3,30	3,13
Février	3,59	3,21	3,37	7,64	6,23	4,83	3,63	3,33	3,17
Mars	3,57	3,18	3,33	7,61	6,14	4,76	3,62	3,31	3,13
Avril	3,63	3,16	3,31	7,50	6,14	4,78	3,63	3,30	3,14

**G21 Nouveaux dépôts à terme**  
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)



**G22 Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an**  
(en pourcentage annuel hors frais annexes ; moyennes sur la période)



Source : BCE.

\* Pour la source des données du tableau et les notes de bas de page correspondantes, cf. p. S42.

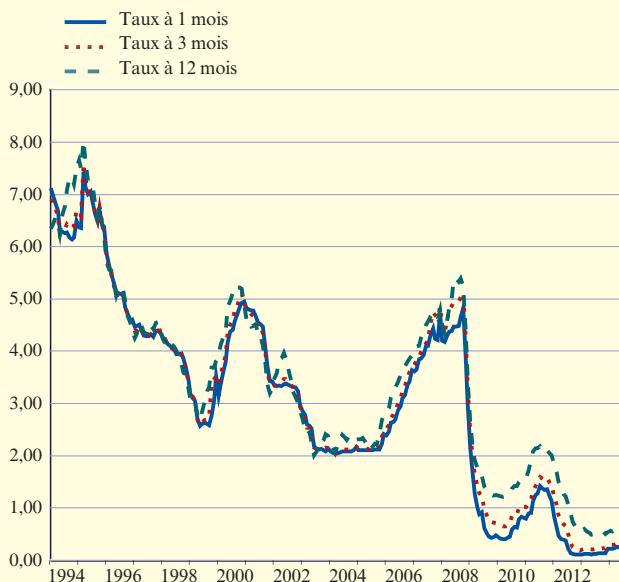
## 4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; moyennes sur la période)

	Zone euro <sup>1), 2)</sup>					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia) 1	Dépôts à 1 mois (Euribor) 2	Dépôts à 3 mois (Euribor) 3	Dépôts à 6 mois (Euribor) 4	Dépôts à 12 mois (Euribor) 5	Dépôts à 3 mois (Libor) 6	Dépôts à 3 mois (Libor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 T2	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
T3	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
T4	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 T1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
T2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
2013 Juin	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Juillet	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
Août	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
Septembre	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
Octobre	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
Novembre	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Décembre	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 Janvier	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
Février	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
Mars	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14
Avril	0,25	0,25	0,33	0,43	0,60	0,23	0,14
Mai	0,25	0,26	0,32	0,42	0,59	0,23	0,14
Juin	0,08	0,15	0,24	0,33	0,51	0,23	0,13

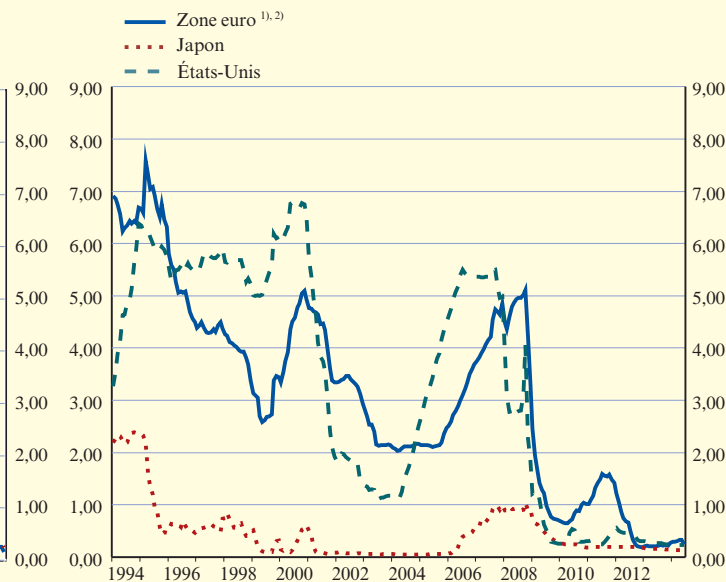
### G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro <sup>1), 2)</sup>

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



### G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE.

- 1) Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

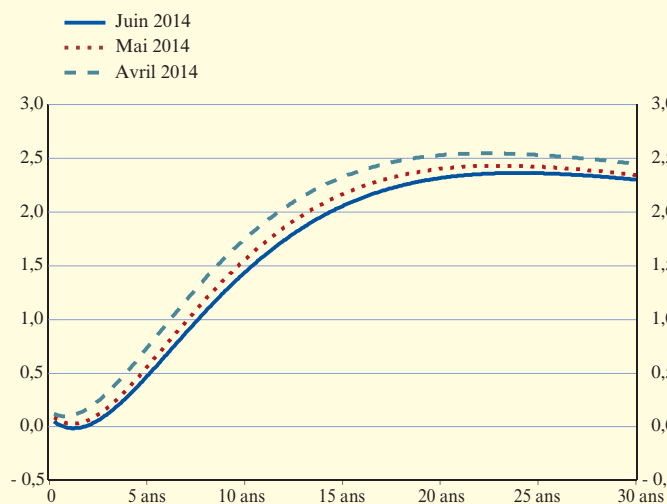
#### 4.7 Courbes des taux de la zone euro <sup>1)</sup>

(obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro ; données de fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écarts en points de pourcentage)

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 T2	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
T3	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
T4	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 T1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
T2	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
2013 Juin	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Juillet	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
Août	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
Septembre	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Octobre	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
Novembre	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Décembre	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Janvier	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
Février	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
Mars	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
Avril	0,13	0,09	0,16	0,71	1,15	1,72	1,60	1,56	0,10	0,38	1,81	3,36
Mai	0,09	0,03	0,06	0,56	0,98	1,56	1,47	1,49	0,01	0,23	1,60	3,23
Juin	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09

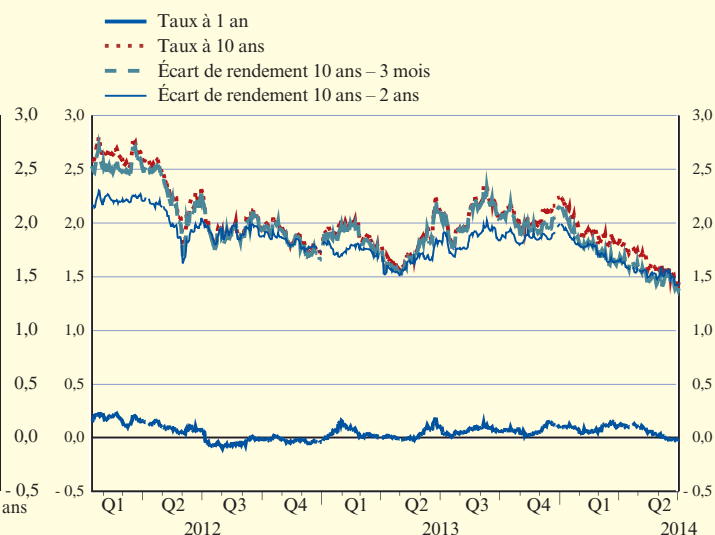
#### G25 Courbes des taux au comptant de la zone euro <sup>2)</sup>

(en pourcentage annuel ; données de fin de période)



#### G26 Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro <sup>2)</sup>

(données quotidiennes ; taux en pourcentage annuel ; écarts de rendement en points de pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur les données sous-jacentes fournies par EuroMTS et notations fournies par Fitch Ratings.

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

2) Les données se rapportent aux emprunts publics de la zone euro notés AAA.

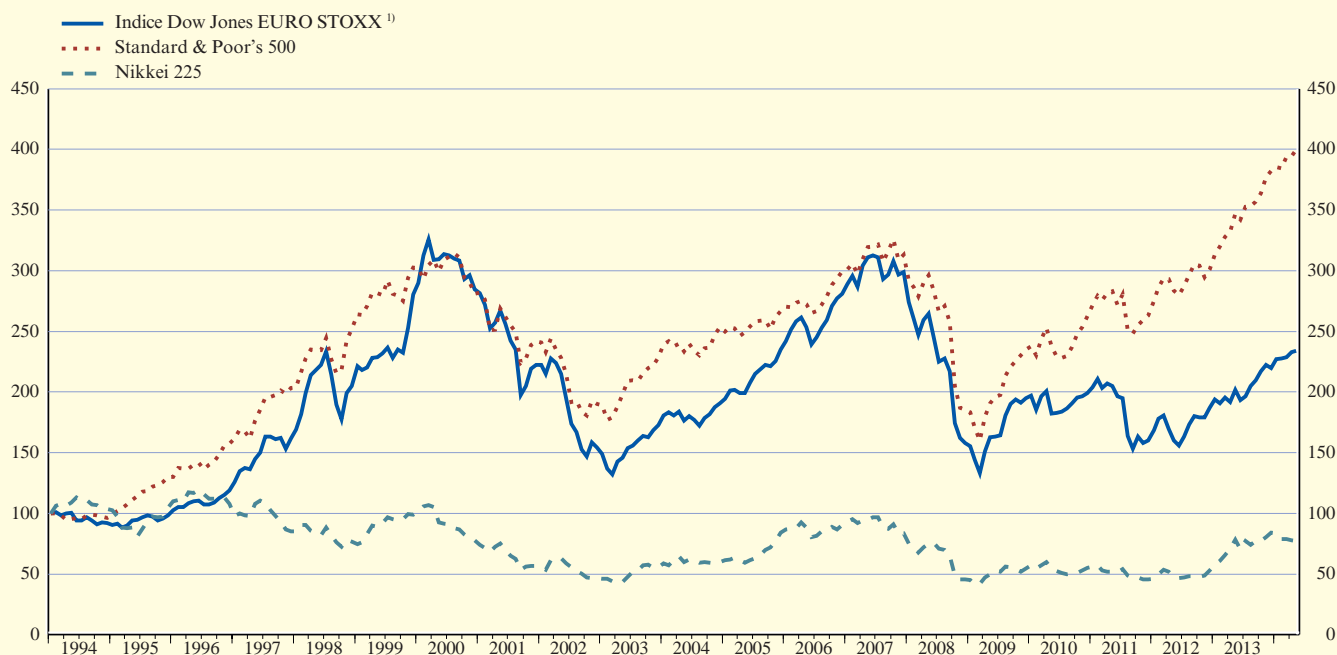
## 4.8 Indices boursiers

(indices en points ; moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx <sup>1)</sup>												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2011	256,0	2 611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1 267,6	9 425,4
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2013 T2	271,8	2 696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1 609,5	13 629,3
T3	282,1	2 782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1 674,9	14 127,7
T4	304,9	3 017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1 768,7	14 951,3
2014 T1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
T2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
2013 Juin	268,3	2 655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1 618,8	13 106,6
Juillet	272,4	2 686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1 668,7	14 317,5
Août	284,2	2 803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1 670,1	13 726,7
Septembre	290,6	2 864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1 687,2	14 372,1
Octobre	301,4	2 988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1 720,0	14 329,0
Novembre	308,7	3 056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1 783,5	14 931,7
Décembre	304,7	3 010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1 807,8	15 655,2
2014 Janvier	314,7	3 092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1 822,4	15 578,3
Février	315,9	3 085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1 817,0	14 617,6
Mars	317,0	3 094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1 863,5	14 694,8
Avril	323,2	3 171,5	637,8	219,9	518,8	348,9	185,8	470,5	304,1	278,7	298,6	642,4	1 864,3	14 475,3
Mai	324,7	3 197,4	660,9	217,7	521,7	362,3	181,9	470,2	300,4	280,6	315,0	657,2	1 889,8	14 343,1
Juin	331,5	3 271,7	672,1	220,9	531,9	369,2	185,9	475,0	311,6	295,2	321,4	669,1	1 947,1	15 131,8

## G27 Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225

(base : janvier 1994 = 100 ; moyennes mensuelles)



Source : BCE.

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



# PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

## 5.1 IPCH, autres prix et coûts (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 1. Indice des prix à la consommation harmonisé <sup>1)</sup>

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés <sup>2)</sup>	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transformés	Produits alimen- taires non transformés	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie											
% du total en 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2013 T2	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,6	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3
T3	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,5	0,7	0,4	0,0	1,0	0,5	1,3	1,8
T4	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,2	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4
2014 T1	117,2	0,7	1,0	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,5	2,0
T2	118,2	0,6	.	.	1,3	.	.	.	.	-0,3	.	.	.
2014 Janvier	116,6	0,8	1,0	0,5	1,2	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,6	2,0
Février	116,9	0,7	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,5	2,0
Mars	118,0	0,5	0,9	0,0	1,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	0,2	2,0
Avril	118,2	0,7	1,1	0,1	1,6	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,5	2,3
Mai	118,1	0,5	0,8	0,0	1,1	0,0	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2	2,2
Juin <sup>3)</sup>	118,2	0,5	.	.	1,3	.	.	.	.	0,2	.	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013 T2	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
T3	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
T4	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2014 T1	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
T2	0,2	.	.	.	0,0	-0,4	.	.	.	.	.	.
2014 Janvier	1,7	2,0	1,3	-0,2	0,2	-1,2	1,7	1,4	1,6	-3,2	1,4	1,3
Février	1,5	1,8	0,9	-0,4	0,4	-2,3	1,8	1,4	1,8	-2,4	1,5	1,2
Mars	1,0	1,7	-0,1	-0,5	0,2	-2,1	1,8	1,4	1,3	-2,4	1,1	1,2
Avril	0,7	1,6	-0,7	-0,3	0,1	-1,2	1,8	1,4	2,5	-2,6	2,0	1,3
Mai	0,1	1,5	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	1,4	-2,9	1,2	1,3
Juin <sup>3)</sup>	-0,2	.	.	.	0,0	0,1	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

- Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- Ces statistiques expérimentales ne peuvent fournir qu'une mesure approximative de l'administration des prix, les variations des prix administrés ne pouvant être totalement isolées d'autres influences. Pour une note expliquant la méthodologie utilisée dans le calcul de cet indicateur, se reporter au site internet d'Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicplintroduction>).
- Estimation basée sur des données nationales provisoires couvrant généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur les premières informations concernant les prix de l'énergie.

## 5.1 IPCH, autres prix et coûts

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 2. Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier

	Prix à la production hors construction											Construc- tion <sup>1)</sup>	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>2)</sup>	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commer- cial <sup>3)</sup>
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Secteur manufac- turier	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
				Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation							
							Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables					
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,3	
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,9	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,8	-0,2	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,6	0,6	-2,1	-1,0	
2013 T1	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,9	-2,8	-0,9	
T2	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,5	-1,1	
T3	108,3	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,4	-1,5	-1,0	
T4	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,8	-1,5	-0,9	
2014 T1	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,8	0,5	-4,1	0,4	.	.	
2013 Décembre	108,1	-0,7	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,6	0,9	-1,8	-	-	-	
2014 Janvier	107,8	-1,3	-0,9	-0,4	-1,7	0,4	0,7	0,9	0,6	-3,5	-	-	-	
Février	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,8	0,5	-4,4	-	-	-	
Mars	107,3	-1,7	-1,2	-0,5	-1,9	0,3	0,5	0,8	0,4	-4,4	-	-	-	
Avril	107,2	-1,2	-0,5	-0,3	-1,5	0,3	0,7	0,8	0,7	-3,3	-	-	-	
Mai	107,0	-1,0	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,8	0,5	-2,8	-	-	-	

### 3. Prix des matières premières et déflateurs du PIB

	Prix du pétrole <sup>4)</sup> (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie						Déflateur du PIB							
		Pondération fondée sur les importations <sup>5)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>6)</sup>			Total (cvs ; indice 2005 = 100)	Total	Demande intérieure				Exporta- tions <sup>7)</sup>	Importa- tions <sup>7)</sup>
		Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe		
% du total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	8	9	10	11	12	13	14	15	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,0	19,3	57,9	40,4	22,6	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	15,9	21,3	13,6	15,0	20,0	11,8	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9	110,9	1,3	1,6	2,1	1,0	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8	112,5	1,5	1,1	1,2	1,2	0,3	-0,3	-1,3
2013 T2	79,0	-8,3	-6,4	-9,2	-6,5	-3,6	-8,6	112,5	1,6	1,2	1,3	1,0	0,2	0,0	-1,2
T3	82,5	-10,6	-22,2	-4,3	-11,4	-18,2	-5,7	112,6	1,4	1,0	1,4	1,1	0,2	-0,6	-1,6
T4	80,3	-10,1	-18,4	-5,9	-10,9	-15,4	-7,2	112,7	1,1	0,7	0,9	1,1	0,2	-0,9	-1,9
2014 T1	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,0	-6,7	-14,1	113,2	0,9	0,6	0,8	0,5	0,1	-1,0	-2,0
T2	79,9	-5,7	-1,1	-8,0	-3,3	1,5	-6,9	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Janvier	78,8	-13,1	-14,2	-12,6	-12,3	-12,3	-12,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Février	79,4	-13,1	-8,2	-15,2	-11,3	-6,7	-14,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Mars	77,8	-12,4	-3,9	-16,2	-9,5	-1,0	-15,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Avril	78,2	-7,5	0,7	-11,2	-5,3	1,6	-10,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Mai	79,4	-6,9	-1,9	-9,2	-3,8	1,7	-8,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Juin	82,3	-2,7	-2,0	-3,0	-0,5	1,1	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (colonnes 8 à 15 du tableau 3 de la section 5.1), calculs de la BCE effectués à partir des données de Thomson Reuters (colonne 1 du tableau 3 de la section 5.1), calculs de la BCE effectués à partir des données d'IPD et de sources nationales (colonne 13 du tableau 2 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 12 du tableau 2 de la section 5.1 et colonnes 2 à 7 du tableau 3 de la section 5.1).

1) Prix des consommations intermédiaires pour la construction résidentielle.

2) Données expérimentales fondées sur des sources nationales non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

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

4) Brent Blend (livraison à terme à un mois).

5) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la structure des importations de la zone euro sur la période 2004-2006.

6) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la demande intérieure (production intérieure plus importations moins exportations) de la zone euro sur la période 2004-2006. Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

7) Les déflateurs des importations et des exportations concernent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.

5.1 IPCH, autres prix et coûts  
(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
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup></b>												
2012	112,7	1,9	4,3	2,7	2,6	1,9	3,1	1,0	0,6	2,5	0,6	2,3
2013	114,1	1,2	1,0	1,7	1,2	0,7	2,0	1,3	-1,4	1,0	1,3	1,3
2013 T2	113,9	1,2	1,5	2,0	1,1	1,2	1,5	0,8	-1,4	1,3	0,8	1,4
T3	114,3	1,3	1,1	2,6	2,1	0,2	3,3	0,8	-1,0	0,4	1,2	0,8
T4	114,2	0,7	-1,4	-0,4	0,9	-0,7	1,6	3,1	-1,5	0,0	2,1	0,8
2014 T1	114,5	0,5	-1,4	0,5	0,9	-0,3	2,3	0,7	-0,3	1,4	0,3	0,9
<b>Rémunération par tête</b>												
2012	116,6	1,9	1,1	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2013	118,5	1,6	2,1	2,5	1,9	0,9	1,3	1,4	1,2	1,7	1,7	0,8
2013 T2	118,4	1,6	2,0	2,5	1,9	1,3	1,3	1,1	2,2	2,1	1,3	1,1
T3	118,9	1,7	2,6	3,2	2,7	1,0	1,6	1,1	0,8	1,5	1,5	0,9
T4	119,1	1,6	1,1	2,1	2,2	0,6	1,1	1,9	0,8	1,3	2,3	0,9
2014 T1	119,6	1,3	1,0	2,0	3,7	1,3	1,6	1,3	-0,3	1,6	0,5	1,0
<b>Productivité par personne employée <sup>2)</sup></b>												
2012	103,5	0,0	-3,1	-0,2	0,5	-0,1	-0,6	0,1	1,1	-0,1	0,5	-0,6
2013	103,9	0,4	1,1	0,8	0,6	0,3	-0,7	0,1	2,7	0,7	0,4	-0,5
2013 T2	104,0	0,4	0,5	0,5	0,8	0,0	-0,2	0,4	3,7	0,8	0,5	-0,3
T3	104,1	0,5	1,4	0,6	0,6	0,7	-1,6	0,3	1,9	1,0	0,3	0,1
T4	104,3	0,9	2,5	2,5	1,3	1,3	-0,5	-1,2	2,3	1,3	0,2	0,1
2014 T1	104,4	0,8	2,5	1,5	2,8	1,6	-0,6	0,6	0,0	0,2	0,2	0,1
<b>Rémunération par heure travaillée</b>												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	2,0	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,1	2,2	2,6	1,4	1,4	1,4	1,6	2,1	1,9	1,3
2013 T2	121,4	1,6	1,9	1,5	1,8	1,5	1,0	0,6	2,1	2,3	1,4	1,4
T3	121,9	1,8	1,9	2,1	2,4	1,3	1,9	0,6	1,9	2,0	1,7	1,2
T4	122,0	1,4	-0,1	1,0	2,1	0,7	0,8	1,0	1,0	1,5	2,3	0,4
2014 T1	122,8	0,8	-0,4	0,3	2,4	0,9	1,7	1,1	-0,4	1,5	0,9	-0,7
<b>Productivité horaire du travail <sup>2)</sup></b>												
2012	106,5	0,8	-2,1	0,9	2,0	0,7	0,1	0,5	1,9	0,2	0,7	0,1
2013	107,2	0,7	0,6	0,5	1,1	0,7	-0,6	0,2	3,3	1,1	0,6	0,0
2013 T2	107,1	0,3	-0,3	-0,3	0,2	0,3	-0,4	-0,3	3,7	0,4	0,5	0,0
T3	107,3	0,7	0,7	-0,4	0,3	1,4	-1,2	0,0	2,5	1,7	0,6	0,3
T4	107,5	0,7	1,7	1,5	1,2	1,2	-1,1	-1,9	3,1	2,0	0,2	-0,2
2014 T1	107,9	0,4	1,9	-0,2	1,6	1,2	-0,7	0,2	1,6	0,5	0,6	-1,3

5. Indices de coûts de main-d'œuvre <sup>3)</sup>

	Total (indice : 2008 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités			Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>4)</sup>
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Industries minières, industrie manufacturière et énergie	Construction	Services	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	108,7	1,9	1,9	1,8	2,4	2,4	2,1	2,2
2013	110,3	1,5	1,8	0,9	2,1	0,9	1,2	1,8
2013 T2	114,2	1,2	1,5	0,5	1,8	0,9	1,1	1,7
T3	107,4	1,2	1,4	0,7	1,6	0,0	1,1	1,7
T4	116,8	1,6	2,0	0,4	1,6	1,2	1,0	1,7
2014 T1	103,7	0,9	1,5	-0,8	0,7	1,9	1,3	2,0

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).

- Rémunération par tête (à prix courants) divisée par la productivité du travail par salarié.
- PIB total et valeur ajoutée par activité économique (en volume) et par unité de facteur travail (personnes employées et heures travaillées).
- 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.
- 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 <sup>1)</sup>			
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<b>Prix courants (montants en milliards d'euros)</b>									
2010	9 185,8	9 065,0	5 282,7	2 019,9	1 741,2	21,1	120,8	3 793,9	3 673,1
2011	9 444,0	9 315,2	5 427,3	2 032,6	1 796,6	58,7	128,8	4 186,7	4 057,9
2012	9 505,4	9 259,5	5 464,4	2 041,9	1 744,9	8,4	245,9	4 362,6	4 116,7
2013	9 602,5	9 271,4	5 496,2	2 069,8	1 698,5	6,9	331,2	4 410,3	4 079,2
2013 T1	2 385,7	2 311,4	1 367,7	516,3	422,8	4,6	74,3	1 085,5	1 011,2
T2	2 400,9	2 311,8	1 371,7	517,1	422,8	0,2	89,1	1 107,0	1 017,9
T3	2 405,8	2 326,3	1 377,7	519,5	425,8	3,3	79,6	1 105,5	1 026,0
T4	2 415,5	2 325,5	1 380,4	517,0	430,8	-2,7	90,0	1 118,6	1 028,6
2014 T1	2 429,6	2 345,0	1 385,4	522,4	430,6	6,5	84,6	1 116,7	1 032,1
<i>en pourcentage du PIB</i>									
2013	100,0	96,6	57,2	21,6	17,7	0,1	3,4	-	-
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>									
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>									
2013 T1	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-1,6	-	-	-0,8	-0,8
T2	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,1	-	-	2,3	1,5
T3	0,1	0,5	0,1	0,3	0,5	-	-	0,1	1,1
T4	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,9	-	-	1,4	0,6
2014 T1	0,2	0,5	0,2	0,7	0,2	-	-	0,2	0,8
<i>variations annuelles en pourcentage</i>									
2010	1,9	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,3	-0,6	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2013	-0,4	-0,9	-0,7	0,1	-2,9	-	-	1,4	0,4
2013 T1	-1,1	-2,0	-1,4	-0,2	-5,3	-	-	0,2	-1,7
T2	-0,6	-1,3	-0,7	0,1	-3,4	-	-	1,6	0,0
T3	-0,3	-0,4	-0,4	0,6	-2,4	-	-	1,0	0,8
T4	0,5	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-	3,0	2,5
2014 T1	0,9	0,9	0,5	0,7	1,7	-	-	4,0	4,1
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2013 T1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,2	0,0	-	-
T2	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,4	-	-
T3	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
T4	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,4	-	-
2014 T1	0,2	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>									
2010	1,9	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2013	-0,4	-0,9	-0,4	0,0	-0,5	0,0	0,5	-	-
2013 T1	-1,1	-2,0	-0,8	0,0	-1,0	-0,1	0,8	-	-
T2	-0,6	-1,3	-0,4	0,0	-0,6	-0,3	0,7	-	-
T3	-0,3	-0,4	-0,3	0,1	-0,4	0,2	0,1	-	-
T4	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-	-
2014 T1	0,9	0,9	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

- 1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro. Elles ne sont pas entièrement compatibles avec la section 3.1, le tableau 1 de la section 7.1, le tableau 3 de la section 7.2 ou les tableaux 1 ou 3 de la section 7.5.
- 2) Incluant les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur.

## 5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

## 2. Valeur ajoutée par secteurs d'activité économique

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Prix courants (montants en milliards d'euros)</b>												
2010	8 242,3	137,1	1 581,8	499,2	1 552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1 615,1	300,6	943,4
2011	8 468,0	142,0	1 643,3	502,0	1 593,2	374,5	440,1	965,5	859,6	1 639,7	308,1	975,9
2012	8 525,3	144,6	1 643,8	492,1	1 606,2	370,0	433,8	982,2	877,3	1 661,6	313,6	980,2
2013	8 610,9	144,0	1 660,7	478,1	1 622,3	358,1	440,0	1 004,8	895,7	1 686,9	320,3	991,7
2013 T1	2 140,1	36,1	412,3	120,2	402,3	90,4	109,0	249,1	220,8	420,6	79,3	245,6
T2	2 150,3	36,3	415,3	119,0	404,8	90,1	110,7	250,2	223,4	420,9	79,7	250,5
T3	2 157,4	35,7	415,6	119,4	407,4	88,9	110,4	251,7	225,3	422,2	80,7	248,4
T4	2 168,5	36,0	419,8	120,1	409,0	88,8	110,1	253,8	226,4	423,4	81,0	247,0
2014 T1	2 177,3	36,7	418,1	120,6	410,1	88,7	112,6	254,2	226,8	427,7	81,8	252,3
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,8	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>												
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>												
2013 T1	-0,2	0,3	0,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,3	-0,1	0,4	-0,4	-0,3	-0,4
T2	0,3	0,2	0,5	-0,9	0,6	0,2	-0,4	0,1	0,9	0,1	0,0	0,5
T3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,7	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	-0,3
T4	0,4	1,3	0,6	0,2	0,4	0,3	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,1	-0,4
2014 T1	0,1	1,7	-0,2	0,4	0,4	0,1	0,6	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,8
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2010	2,0	-2,9	9,5	-5,6	0,7	1,5	0,1	-0,1	2,6	1,1	0,4	1,4
2011	1,8	0,3	3,0	-1,6	1,7	3,6	1,6	2,1	2,7	0,9	0,4	0,1
2012	-0,5	-4,9	-1,1	-4,2	-0,9	0,6	-0,3	0,7	0,7	0,2	0,0	-1,9
2013	-0,3	-0,4	-0,6	-4,0	-0,5	-0,7	-0,6	0,8	1,0	0,1	-0,5	-1,4
2013 T1	-0,9	-2,7	-1,6	-5,2	-1,9	-0,5	0,3	0,8	-0,1	0,2	-0,9	-2,8
T2	-0,5	-0,9	-0,9	-4,9	-0,9	-0,3	-0,8	0,8	1,2	0,0	-0,4	-1,2
T3	-0,2	0,5	-1,0	-3,6	-0,1	-1,3	0,0	0,8	1,3	0,2	-0,1	-0,9
T4	0,6	1,9	1,5	-1,8	1,1	-0,5	-1,6	0,7	1,9	0,3	-0,2	-0,5
2014 T1	1,0	3,3	1,0	-0,2	1,6	-0,2	0,3	0,6	1,7	0,8	0,3	0,6
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2013 T1	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	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	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
T4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 T1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013 T1	-0,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
T2	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
T3	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
T4	0,6	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 T1	1,0	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	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 (cvs ; indice 2010 = 100)	Secteur manufacturier	Industrie hors construction et énergie						Énergie			
			Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consommation						
						Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
% 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
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,2	8,5	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,4	-4,9	-2,1	-0,4	-5,4
2013	-1,1	100,2	-0,7	-0,7	-0,7	-1,1	-0,6	-0,4	-3,6	0,1	-0,8	-2,8
2013 T2	-1,5	100,2	-1,0	-1,0	-1,1	-2,1	-0,3	-0,6	-3,9	-0,1	-1,0	-3,6
2013 T3	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,8	-1,3	-0,7	-3,7	-0,4	-2,1	-1,0
2013 T4	1,0	100,8	1,6	1,9	2,1	2,5	2,7	0,4	-2,7	1,0	-1,3	-1,1
2014 T1	2,1	101,0	1,2	2,9	3,0	3,3	3,8	1,5	-0,2	1,7	-8,9	6,9
2013 Décembre	1,3	101,0	1,4	1,8	2,1	3,2	2,2	-0,1	-1,6	0,2	-1,5	0,2
2014 Janvier	2,9	101,1	1,7	3,1	3,1	3,4	5,3	0,0	-0,2	0,0	-5,6	7,5
2014 Février	2,7	101,2	1,8	3,7	3,7	3,9	4,1	2,9	0,6	3,2	-9,1	7,1
2014 Mars	1,2	100,8	0,2	2,1	2,4	2,8	2,5	1,6	-0,8	1,9	-12,2	6,4
2014 Avril	2,4	101,6	1,4	2,4	2,5	3,4	0,3	4,5	1,0	5,0	-6,7	8,0
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>												
2013 Décembre	0,0	-	-0,3	0,1	0,1	0,5	-0,6	0,0	0,8	0,0	-2,9	2,0
2014 Janvier	0,3	-	0,1	0,3	0,3	0,5	0,5	0,1	-0,1	0,1	-1,8	1,0
2014 Février	0,0	-	0,1	0,4	0,4	0,4	0,0	1,1	1,4	0,9	-1,9	0,1
2014 Mars	-0,6	-	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	-0,6	-0,2	-0,3
2014 Avril	0,9	-	0,8	0,6	0,8	0,6	-0,1	1,9	0,1	2,1	2,5	0,8

### 4. Entrées de commandes et chiffre d'affaires dans l'industrie, ventes au détail et nouvelles immatriculations de voitures particulières

	Indicateur relatif aux entrées de commandes dans l'industrie <sup>1)</sup>		Chiffre d'affaires dans l'industrie		Ventes au détail y compris carburants								Nouvelles immatriculations de voitures particulières	
	Industrie manufacturière		Industrie manufacturière (à prix courants)		Prix courants	Prix constants						Carburants	Total (cvs ; milliers) <sup>2)</sup>	Total
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Total	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires		Carburants			
									Textile, habillement, chaussures	Biens d'équipement des ménages				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1		
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,7	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,9	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,3	-0,1	107,2	-1,4	-0,4	96,7	-0,9	-1,0	-0,7	-1,4	-2,6	-1,0	713	-4,4
2013 T2	103,2	-1,5	106,8	-2,0	-0,4	96,6	-1,1	-1,7	-0,5	-0,1	-2,8	-0,6	709	-7,2
2013 T3	105,1	1,1	107,5	-1,5	-0,1	97,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-2,5	0,0	709	-2,2
2013 T4	106,2	2,7	107,8	0,3	0,0	96,7	0,1	-0,3	0,6	0,4	-1,0	0,2	744	5,3
2014 T1	107,2	4,3	108,8	1,6	0,5	97,4	0,9	-0,3	1,9	3,6	0,6	0,8	725	5,0
2014 Janvier	107,3	5,0	109,1	2,1	0,5	97,2	0,7	-0,4	1,3	2,3	0,1	1,3	708	5,5
2014 Février	107,2	4,6	108,9	2,3	0,6	97,4	1,0	0,0	1,8	2,5	1,1	0,2	737	6,0
2014 Mars	107,0	3,5	108,3	0,6	0,5	97,5	1,0	-0,5	2,7	6,4	0,5	0,9	731	4,0
2014 Avril	109,2	6,4	108,7	0,7	4,7	97,9	2,4	2,1	2,6	0,3	0,1	1,4	744	5,1
2014 Mai	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	731	3,3
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>														
2014 Janvier	-	-0,6	-	0,7	0,9	-	1,0	0,7	0,9	1,3	1,7	0,3	-	-8,5
2014 Février	-	0,0	-	-0,2	0,0	-	0,2	0,3	0,7	0,8	0,2	-1,4	-	4,1
2014 Mars	-	-0,2	-	-0,5	0,1	-	0,1	0,3	0,0	-0,6	-0,6	0,7	-	-0,9
2014 Avril	-	2,1	-	0,3	0,9	-	0,4	0,4	-0,1	-1,7	-0,1	0,4	-	1,9
2014 Mai	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	-1,8

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 <sup>1)</sup>, sauf indication contraire ; données cvs)

## 5. Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

	Indicateur du climat économique <sup>2)</sup> (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier					Indicateur de confiance des consommateurs					
		Indicateur de confiance des chefs d'entreprise				Taux d'utilisation des capacités de production <sup>3)</sup> (en %)	Total <sup>4)</sup>	Situation financière attendue sur les 12 prochains mois	Évolution économique attendue sur les 12 prochains mois	Évolution attendue du chômage sur les 12 prochains mois	Capacité d'épargne attendue sur les 12 prochains mois	
		Total <sup>4)</sup>	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2010	101,3	-4,5	-24,0	0,7	11,2	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-7,9	
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0	
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	6,8	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7	
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2	
2013 T2	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6	
T3	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2	
T4	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,3	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8	
2014 T1	101,6	-3,5	-16,5	2,8	8,8	79,8	-11,2	-4,6	-7,0	23,8	-9,6	
T2	102,2	-3,6	-15,3	3,6	8,1	.	-7,7	-3,5	-2,9	16,6	-8,0	
2014 Janvier	101,0	-3,8	-16,7	3,0	8,2	80,1	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5	
Février	101,2	-3,5	-16,3	2,4	8,3	-	-12,7	-4,8	-8,7	26,3	-11,0	
Mars	102,5	-3,3	-16,6	3,0	9,8	-	-9,3	-4,0	-4,6	20,4	-8,2	
Avril	102,0	-3,5	-15,3	3,2	8,2	79,5	-8,6	-4,1	-3,5	18,4	-8,6	
Mai	102,6	-3,1	-14,6	3,5	8,9	-	-7,1	-3,4	-2,5	15,1	-7,4	
Juin	102,0	-4,3	-15,9	4,1	7,1	-	-7,5	-2,9	-2,8	16,2	-8,1	

	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction			Indicateur de confiance du commerce de détail				Indicateur de confiance dans le secteur des services			
	Total <sup>4)</sup>	Carnets de commande	Prévisions relatives à l'emploi	Total <sup>4)</sup>	Climat des affaires actuel	Volume des stocks	Climat des affaires attendu	Total <sup>4)</sup>	Climat des affaires	Evolution de la demande sur les derniers mois	Evolution attendue de la demande durant les prochains mois
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2010	-27,6	-38,2	-17,0	-3,3	-4,9	7,6	2,6	4,4	1,6	3,6	8,0
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2013 T2	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
T3	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
T4	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2014 T1	-29,0	-39,6	-18,5	-3,0	-5,6	5,6	2,3	3,4	1,0	1,9	7,2
T2	-30,8	-40,2	-21,3	-2,3	-3,7	6,7	3,4	3,8	2,7	1,8	7,0
2014 Janvier	-29,8	-41,3	-18,4	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,4	-0,6	-0,2	8,0
Février	-28,5	-37,5	-19,5	-3,0	-4,3	6,0	1,3	3,3	0,5	2,4	7,0
Mars	-28,7	-39,9	-17,6	-2,5	-4,3	4,9	1,8	4,5	3,2	3,5	6,7
Avril	-30,4	-40,0	-20,7	-2,5	-5,8	6,1	4,4	3,5	2,3	1,5	6,7
Mai	-30,1	-40,4	-19,7	-2,4	-3,0	7,8	3,6	3,8	3,2	2,2	5,9
Juin	-31,8	-40,1	-23,4	-2,1	-2,3	6,1	2,1	4,2	2,5	1,7	8,5

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 <sup>1)</sup>

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

### 1. Emploi

	Par statut			Par activité économique										
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Personnes employées</b>														
<i>niveaux (en milliers)</i>														
2013	145 877	124 718	21 159	4 971	22 791	9 109	35 881	4 066	4 046	1 278	18 396	34 488	10 851	
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>														
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,2	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4	
<i>variation annuelle en pourcentage</i>														
2011	0,3	0,4	-0,2	-2,0	0,1	-3,7	0,7	1,3	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1	
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-0,9	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,6	
2013	-0,8	-0,8	-0,9	-1,4	-1,4	-4,6	-0,8	0,0	-0,7	-1,9	0,4	-0,2	0,0	
2013	T2	-1,0	-1,0	-0,9	-1,4	-1,4	-5,6	-0,9	-0,1	-1,1	-2,8	0,4	-0,4	-0,1
	T3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,9	-1,6	-4,2	-0,8	0,3	-0,3	-1,0	0,2	-0,2	-0,2
	T4	-0,4	-0,3	-0,7	-0,5	-0,9	-3,1	-0,3	0,1	-0,4	-1,6	0,7	0,0	-0,3
2014	T1	0,1	0,2	-0,3	0,7	-0,5	-2,9	0,0	0,5	-0,3	0,6	1,5	0,6	0,3
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>														
2013	T2	-0,1	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-0,4
	T3	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,2	0,3
	T4	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,2	0,6	-0,1	-1,2	0,1	0,3	0,1
2014	T1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,1	-1,0	-0,1	0,1	0,0	1,5	0,4	0,2	0,4
<b>Heures travaillées</b>														
<i>niveaux (en millions)</i>														
2013	228 826	184 226	44 600	9 973	35 904	15 797	59 447	6 518	6 375	1 961	28 561	49 108	15 183	
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>														
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,8	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6	
<i>variation annuelle en pourcentage</i>														
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,0	0,8	-3,8	0,4	1,4	-0,2	1,3	2,7	0,5	0,1	
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,9	-1,1	0,5	-0,5	-0,1	
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-5,0	-1,2	-0,1	-0,8	-2,4	-0,1	-0,5	-0,5	
2013	T2	-0,9	-1,0	-0,5	-0,7	-0,6	-5,1	-1,2	0,1	-0,5	-2,9	0,8	-0,4	-0,4
	T3	-0,9	-0,8	-1,4	-0,2	-0,7	-3,9	-1,4	-0,2	0,0	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4
	T4	-0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,0	-3,0	-0,1	0,6	0,4	-2,3	0,0	0,1	0,0
2014	T1	0,5	0,7	-0,3	1,3	1,1	-1,8	0,4	0,5	0,1	-1,0	1,2	0,2	1,7
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>														
2013	T2	0,6	0,6	0,7	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,3	1,0	0,4	-0,2
	T3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,5	0,1	-1,0	0,1	0,1	0,3
	T4	0,1	0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,9	0,1	0,7	-0,1	-1,5	-0,3	0,6	0,1
2014	T1	-0,1	-0,1	-0,3	0,7	0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,4	1,3	0,4	-1,0	1,5
<b>Heures travaillées par personne employée</b>														
<i>niveaux (en milliers)</i>														
2013	1 569	1 477	2 108	2 006	1 575	1 734	1 657	1 603	1 576	1 535	1 553	1 424	1 399	
<i>variation annuelle en pourcentage</i>														
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,0	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0	
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8	
2013	-0,3	-0,3	-0,3	0,5	0,2	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,2	-0,5	
2013	T2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,2	0,7	-0,1	0,4	0,0	-0,3
	T3	-0,2	0,0	-0,8	0,7	0,9	0,3	-0,6	-0,4	0,3	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2
	T4	0,2	0,2	0,0	0,7	1,0	0,1	0,1	0,5	0,7	-0,8	-0,7	0,1	0,3
2014	T1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,6	1,2	0,4	0,0	0,3	-1,6	-0,3	-0,4	1,4
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>														
2013	T2	0,7	0,7	0,6	-0,8	1,6	1,4	0,6	0,4	0,7	0,3	0,5	0,5	0,2
	T3	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-1,3	-0,4	-0,1	0,0
	T4	0,0	0,0	-0,4	0,4	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,4	0,4	0,0
2014	T1	-0,2	-0,2	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	-1,2	1,1

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

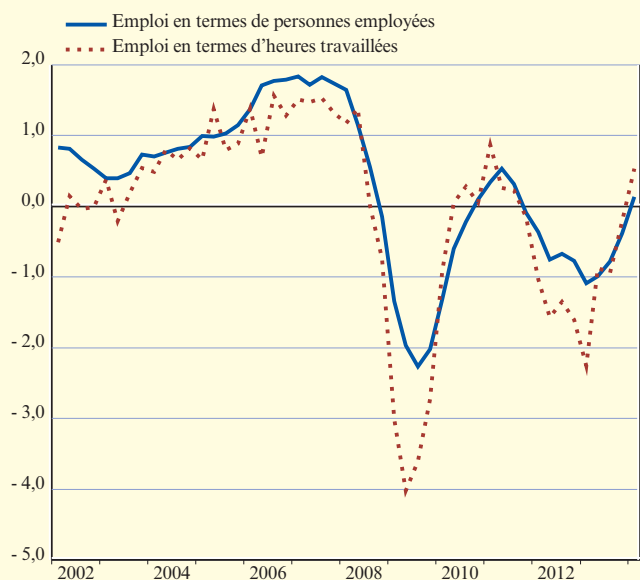
(données cvs, sauf indication contraire)

#### 2. Chômage et taux d'emplois vacants <sup>1)</sup>

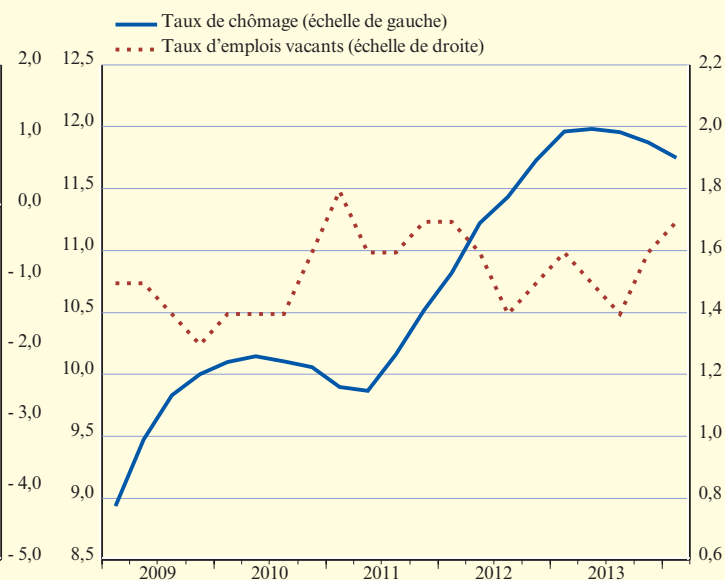
	Chômage										Taux d'emplois vacants <sup>2)</sup>
	Total		Par âge <sup>3)</sup>				Par sexe <sup>4)</sup>				
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
		Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	En % du total des emplois	
% du total en 2010	100,0		79,3		20,7			54,2		45,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,994	10,1	12,682	8,9	3,313	21,0	8,664	10,0	7,330	10,2	1,5
2011	16,061	10,1	12,823	8,9	3,238	20,9	8,590	9,9	7,471	10,4	1,7
2012	18,080	11,3	14,561	10,1	3,519	23,2	9,731	11,2	8,348	11,4	1,6
2013	19,120	11,9	15,561	10,7	3,559	23,9	10,283	11,9	8,836	12,0	1,5
2013 T1	19,137	12,0	15,514	10,7	3,623	24,1	10,312	11,9	8,825	12,0	1,6
2013 T2	19,188	12,0	15,615	10,8	3,572	23,9	10,309	11,9	8,878	12,1	1,5
2013 T3	19,154	12,0	15,605	10,7	3,549	24,0	10,331	11,9	8,823	12,0	1,4
2013 T4	19,000	11,9	15,509	10,7	3,490	23,8	10,181	11,8	8,819	12,0	1,6
2014 T1	18,772	11,7	15,326	10,6	3,446	23,7	10,106	11,7	8,667	11,8	1,7
2013 Décembre	18,874	11,8	15,407	10,6	3,467	23,7	10,115	11,7	8,759	11,9	-
2014 Janvier	18,860	11,8	15,370	10,6	3,490	23,9	10,132	11,7	8,728	11,9	-
Février	18,771	11,7	15,336	10,6	3,435	23,7	10,127	11,7	8,644	11,8	-
Mars	18,686	11,7	15,272	10,5	3,414	23,6	10,058	11,7	8,628	11,8	-
Avril	18,580	11,6	15,212	10,5	3,368	23,4	10,025	11,6	8,555	11,7	-
Mai	18,552	11,6	15,196	10,5	3,356	23,3	9,956	11,5	8,596	11,7	-

#### G28 Emploi — Personnes employées et heures travaillées

(variations annuelles en pourcentage)



#### G29 Chômage et taux d'emplois vacants <sup>2)</sup>



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.

## 6.1 Recettes, dépenses et déficit/excédent <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

### 1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes										Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires <sup>2)</sup>
		Impôts directs			Impôts indirects		Cotisations sociales			Cessions	Impôts en capital			
		Ménages	Sociétés	Perçus par les institutions de l'UE	Employeurs	Salariés								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,4	2,3	0,5	0,2	40,6
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,4	2,3	0,3	0,2	41,2
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,0	8,0	4,3	2,3	0,3	0,2	41,2
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,4	2,3	0,2	0,2	40,8
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	40,5
2010	44,8	44,6	11,5	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,2	0,3	40,5
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,7	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,5	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,6	2,6	0,2	0,3	41,8
2013	46,7	46,5	12,7	9,8	2,8	13,3	0,3	16,0	8,3	4,7	2,6	0,3	0,3	42,3

### 2. Zone euro – dépenses

	Total	Dépenses courantes							Dépenses en capital			Pour mémoire : dépenses primaires <sup>3)</sup>		
		Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Subventions		Investissements	Transferts en capital	Effectués par les institutions de l'UE			
							Pres-tations sociales	Versées par les institutions de l'UE						
													1	2
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	24,1	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	51,2	47,0	11,1	5,7	2,9	27,3	24,3	1,8	0,5	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,2	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	45,9	10,6	5,5	3,0	26,8	23,8	1,7	0,4	3,5	2,4	1,2	0,0	46,4
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,0	24,2	1,7	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8
2013	49,7	46,4	10,5	5,5	2,9	27,6	24,6	1,7	0,4	3,3	2,1	1,2	0,1	46,8

### 3. Zone euro – déficit/excédent, déficit/excédent primaire et consommation des administrations publiques

	Total	Déficit (-)/excédent (+)					Déficit (-)/excédent (+) primaire	Consommation des administrations publiques <sup>4)</sup>							Consommation collective	Consommation individuelle
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	Total		Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Transferts en nature du secteur productif	Consommation de capital fixe	Cessions (néгатif)				
													1	2		
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	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4		
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	2,0	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	13,7		
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,9	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6		
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,1	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3		
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,5	10,5	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3		
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4		

### 4. Pays de la zone euro – déficit (-)/excédent (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
2010	-3,8	-4,2	0,2	-30,6	-10,9	-9,6	-7,0	-4,5	-5,3	-8,2	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,5	-2,5
2011	-3,8	-0,8	1,1	-13,1	-9,6	-9,6	-5,2	-3,7	-6,3	-3,5	0,2	-2,7	-4,3	-2,5	-4,3	-6,4	-4,8	-0,7
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,2	-8,9	-10,6	-4,9	-3,0	-6,4	-1,3	0,0	-3,3	-4,1	-2,6	-6,4	-4,0	-4,5	-1,8
2013	-2,6	0,0	-0,2	-7,2	-12,7	-7,1	-4,3	-3,0	-5,4	-1,0	0,1	-2,8	-2,5	-1,5	-4,9	-14,7	-2,8	-2,1

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives au déficit/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 <sup>1)</sup>**  
(en pourcentage du PIB)

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

	Total	Instruments financiers				Secteurs détenteurs				
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents <sup>2)</sup>				Autres créanciers <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2004	69,6	2,2	12,2	4,7	50,5	38,7	19,4	11,2	8,1	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,4	51,4	37,0	18,8	11,3	7,0	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	3,8	50,5	34,9	18,9	9,3	6,7	33,7
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,8	32,7	17,6	8,6	6,5	33,6
2008	70,1	2,3	11,6	6,5	49,7	33,4	18,4	7,9	7,1	36,7
2009	80,0	2,5	12,8	8,3	56,5	37,4	21,6	9,2	6,6	42,6
2010	85,5	2,5	15,5	7,3	60,2	41,4	24,3	10,6	6,5	44,1
2011	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0	43,3	24,5	11,4	7,4	44,0
2012	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	46,2	26,4	12,6	7,2	44,5
2013	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8	47,1	26,5	13,5	7,1	45,5

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

	Total	Émis par <sup>4)</sup>				Échéance			Durée résiduelle			Devises	
		Administration centrale	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	≤ à 1 an	> à 1 an	Taux d'intérêt variable	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,6	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,5	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,2	61,5	4,3	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,4	6,3	5,3	1,4	7,2	59,1	4,2	14,5	23,6	28,2	65,7	0,5
2008	70,1	56,8	6,7	5,3	1,3	10,1	60,1	4,9	17,7	23,4	29,0	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,1	67,9	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,5	69,3	8,4	5,9	1,9	13,1	72,4	5,2	21,3	29,3	34,9	84,3	1,2
2011	87,4	70,7	8,6	5,9	2,2	12,6	74,8	6,2	20,8	30,4	36,1	85,7	1,7
2012	90,7	73,6	8,9	6,0	2,3	11,8	78,9	7,3	20,1	32,2	38,4	88,7	2,0
2013	92,6	75,9	8,5	6,0	2,2	10,8	81,8	7,4	20,3	32,7	39,6	90,7	1,9

**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
2010	96,6	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,7	119,3	61,3	44,5	19,5	66,0	63,4	72,5	94,0	38,7	41,0	48,8
2011	99,2	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	86,2	120,7	71,5	42,0	18,7	68,8	65,7	73,1	108,2	47,1	43,6	49,3
2012	101,1	81,0	9,8	117,4	157,2	86,0	90,6	127,0	86,6	40,8	21,7	70,8	71,3	74,4	124,1	54,4	52,7	53,6
2013	101,5	78,4	10,0	123,7	175,1	93,9	93,5	132,6	111,7	38,1	23,1	73,0	73,5	74,5	129,0	71,7	55,4	57,0

Sources : BCE pour les données agrégées de la zone euro ; Commission européenne pour les données relatives à la dette des différents pays.

- 1) Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les différents secteurs. Les avoirs des administrations publiques non résidentes ne sont pas consolidés. Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés. Les données sont en partie des estimations.
- 2) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 3) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 4) Hors dette émise par l'administration d'un État et détenue par les APU de cet État.

## 6.3 Variation de la dette <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

### 1. Zone euro – par origine, instruments financiers et secteurs détenteurs

	Total	Origine de la variation			Instruments financiers				Secteurs détenteurs			Autres créanciers <sup>6)</sup>
		Besoin de financement <sup>2)</sup>	Effets de valorisation <sup>3)</sup>	Autres variations de volume <sup>4)</sup>	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers nationaux <sup>5)</sup>	IFM	Autres institutions financières	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	0,3	-0,4	1,6	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,4	5,2	0,1	0,0	0,1	0,6	2,7	2,0	1,5	1,2	-0,5	3,9
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	2,7	2,5	1,0	4,6
2010	7,6	7,8	-0,1	0,0	0,1	3,1	-0,7	5,2	5,0	3,3	1,6	2,6
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,0	0,9	1,1	1,2
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,1	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7
2013	2,8	2,8	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,5	3,6	1,3	0,3	1,1	1,5

### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/excédent (+)	Ajustement dette-déficit <sup>7)</sup>										Autres <sup>8)</sup>	
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers détenus par les administrations publiques						Effets de valorisation	Effets de volume			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres <sup>9)</sup>	Actions et autres titres de participation	Privatisations					Dotations en capital
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	5,4	-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	1,0	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-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	-0,2
2011	4,2	-4,1	0,1	-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	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,4
2013	2,8	-3,0	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,3

Source : BCE.

- Les données sont en partie des estimations. La variation annuelle de la dette nominale brute consolidée est exprimée en pourcentage du PIB, soit  $[dette(t) - dette(t-1)] / PIB(t)$ . Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.
- Le besoin de financement est, par définition, égal au flux de la dette.
- Comprend, outre l'incidence des mouvements de taux de change, les effets liés à l'évaluation en valeur nominale (par exemple, primes d'émissions ou décotes par rapport au nominal).
- Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances.
- Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- Écart entre la variation annuelle de la dette nominale brute consolidée et le déficit en pourcentage du PIB.
- Comprend principalement les opérations sur d'autres actifs et passifs (crédits commerciaux, autres comptes à recevoir/comptes à payer et produits financiers dérivés).
- Hors produits financiers dérivés.

**6.4 Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels <sup>1)</sup>**  
(en pourcentage du PIB)

**1. Zone euro – recettes trimestrielles**

		Total	Recettes courantes					Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires <sup>2)</sup>	
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales	Cessions	Revenus de la propriété	Impôts en capital			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	T4	49,1	48,5	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008	T1	42,5	42,2	10,9	12,4	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
	T2	45,3	44,9	12,9	12,3	15,0	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	39,4
	T4	48,7	48,1	13,8	13,3	16,3	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009	T1	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
	T2	45,3	44,8	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
	T3	42,8	42,5	10,9	12,1	15,5	2,4	0,7	0,3	0,3	38,7
	T4	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010	T1	42,5	42,4	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,4
	T2	45,2	44,8	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
	T3	43,1	42,7	10,9	12,6	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
	T4	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,0
2011	T1	43,2	42,9	10,7	12,6	15,3	2,4	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	12,6	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
	T4	49,0	47,9	13,3	13,2	16,6	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012	T1	43,7	43,5	11,0	12,9	15,4	2,4	1,0	0,3	0,2	39,5
	T2	46,2	45,9	12,6	12,9	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,3
	T3	44,6	44,2	11,9	12,7	15,5	2,5	0,7	0,4	0,3	40,4
	T4	50,2	49,5	14,0	13,6	16,9	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013	T1	44,3	44,0	11,3	12,8	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,0
	T2	47,4	46,9	13,1	13,0	15,7	2,6	1,5	0,4	0,4	42,2
	T3	45,1	44,6	12,1	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,7
	T4	50,2	49,5	14,2	13,7	16,9	2,8	0,9	0,7	0,3	45,1

**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	T4	49,2	44,7	10,8	5,9	2,9	25,0	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008	T1	45,3	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,7	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
	T2	45,9	42,3	10,3	5,0	3,3	23,8	20,7	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
	T3	45,7	42,0	9,8	5,0	3,0	24,3	21,1	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
	T4	51,3	46,7	11,3	6,3	2,9	26,3	22,2	1,4	4,6	3,0	1,6	-2,7	0,2
2009	T1	49,3	45,4	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
	T2	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,3	-2,3
	T3	50,0	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
	T4	54,6	49,8	11,8	6,8	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010	T1	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,1
	T2	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,6	1,1	-4,5	-1,5
	T3	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,8	23,1	1,3	5,3	2,6	2,6	-7,4	-4,7
	T4	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011	T1	48,4	45,3	10,3	5,0	2,9	27,1	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,2	-2,4
	T2	48,5	45,3	10,7	5,3	3,2	26,1	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,2	0,0
	T3	48,0	44,5	10,1	5,3	2,9	26,3	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,4
	T4	52,7	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,6	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012	T1	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,2	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,3	-1,4
	T2	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,1	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
	T3	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,5	2,2	1,3	-3,8	-0,9
	T4	53,9	48,7	11,1	6,5	3,2	27,9	24,0	1,4	5,2	2,4	2,8	-3,7	-0,5
2013	T1	48,8	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,0	-4,6	-1,8
	T2	49,5	46,1	10,5	5,4	3,1	27,2	23,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-2,2	0,9
	T3	48,5	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,5	1,2	3,2	2,1	1,0	-3,4	-0,6
	T4	52,2	48,6	11,1	6,3	2,9	28,3	24,2	1,5	3,6	2,3	1,4	-2,1	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 <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

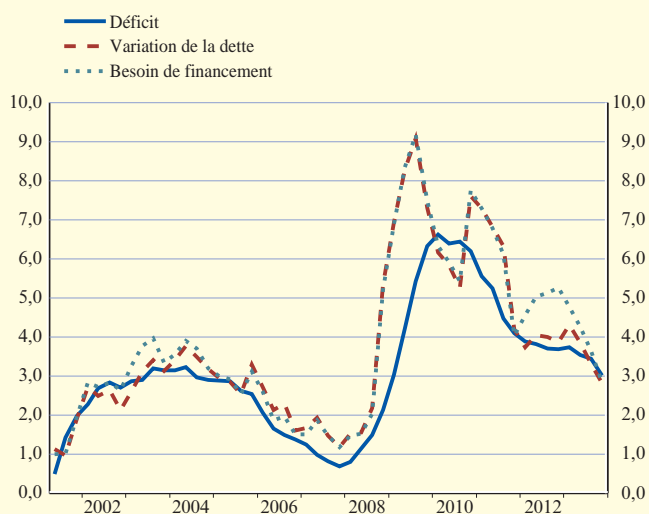
### 1. Zone euro – dette au sens de Maastricht par instruments financiers

	Total	Instruments financiers			
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme
	1	2	3	4	5
2011 T1	86,4	2,5	15,4	7,4	61,1
T2	87,2	2,5	15,1	7,5	62,2
T3	86,9	2,5	15,3	7,8	61,3
T4	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0
2012 T1	88,3	2,6	15,9	7,6	62,3
T2	90,0	2,5	16,8	7,3	63,3
T3	90,1	2,6	16,7	7,2	63,6
T4	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9
2013 T1	92,4	2,6	17,1	7,0	65,7
T2	93,5	2,5	17,0	6,9	67,0
T3	92,7	2,6	16,8	6,9	66,5
T4	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8

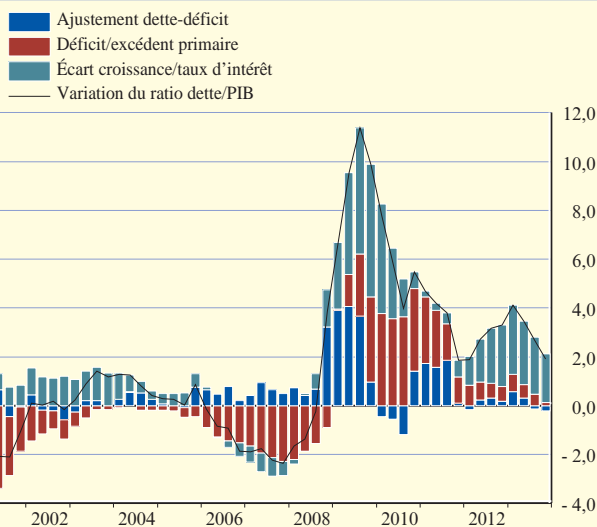
### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	Variation de la dette	Déficit (-)/excédent (+)	Ajustement dette-déficit								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	Autres	
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres	Actions et autres titres de participation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011 T1	6,9	-5,2	1,7	0,8	2,1	-0,8	-0,6	0,0	0,2	0,7	6,7
T2	5,9	-3,2	2,7	2,5	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,2	0,0	5,7
T3	0,9	-4,3	-3,4	-3,8	-3,7	-0,4	0,1	0,2	0,5	-0,1	0,3
T4	3,3	-3,8	-0,5	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,3	3,5
2012 T1	5,0	-4,3	0,6	3,4	4,1	-0,2	-0,5	0,0	-3,8	1,0	8,8
T2	7,1	-2,9	4,2	4,0	1,8	1,0	0,5	0,7	-0,5	0,7	7,6
T3	0,7	-3,8	-3,1	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	-0,1	-0,9	0,7
T4	2,7	-3,7	-1,0	-0,4	-2,4	0,3	0,2	1,5	-1,3	0,7	4,0
2013 T1	6,8	-4,6	2,2	1,6	1,5	-0,6	-0,2	0,9	0,0	0,6	6,8
T2	5,2	-2,2	3,1	3,7	3,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,3	5,5
T3	-1,4	-3,4	-4,8	-4,3	-3,4	-0,9	0,0	0,0	0,3	-0,7	-1,7
T4	0,8	-2,1	-1,3	-2,7	-3,1	0,2	-0,3	0,5	-0,1	1,6	0,9

### G30 Déficit, besoin de financement et variation de la dette (somme mobile sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)



### G31 Dette au sens de Maastricht (variation annuelle du ratio dette/PIB et des facteurs sous-jacents)



Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales.

1) Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.



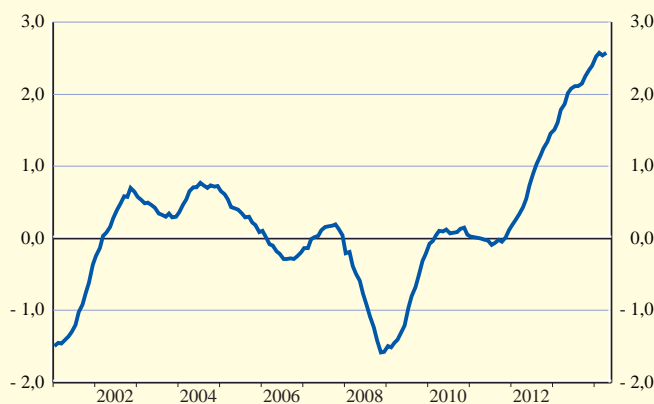
## BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

### 7.1 État récapitulatif de la balance des paiements <sup>1)</sup> (flux nets en milliards d'euros)

	Compte de transactions courantes					Compte de capital	Capacité/ besoin de financement vis-à-vis du reste du monde (colonnes 1 + 6)	Compte financier						Erreurs et omissions
	Total	Biens	Services	Revenus	Transferts courants			Total	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Produits financiers dérivés	Autres investissements	Avoirs de réserve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	12,1	0,9	77,9	39,6	-106,3	10,7	22,7	-50,9	-101,7	238,6	-5,6	-172,0	-10,3	28,2
2012	133,1	89,0	95,0	56,3	-107,3	6,5	139,6	-165,0	-71,6	95,4	5,3	-179,3	-15,0	25,5
2013	227,7	165,2	113,2	70,3	-121,1	20,1	247,8	-246,9	-24,9	105,8	18,2	-341,7	-4,4	-0,9
2013 T1	28,6	29,3	19,0	22,3	-42,0	2,1	30,7	-23,2	-25,2	2,4	8,2	-8,6	-0,1	-7,5
2013 T2	60,1	49,9	30,3	10,0	-30,0	5,6	65,6	-72,2	22,0	44,0	-1,9	-135,1	-1,2	6,6
2013 T3	51,4	38,1	33,5	14,0	-34,1	4,6	56,0	-55,9	-12,7	4,9	7,6	-52,9	-2,9	-0,1
2013 T4	87,6	48,0	30,5	24,0	-14,9	7,9	95,5	-95,6	-9,1	54,6	4,3	-145,1	-0,3	0,2
2014 T1	42,4	35,6	25,2	21,6	-40,0	5,6	47,9	-40,1	-0,9	45,3	1,3	-83,6	-2,2	-7,9
2013 Avril	15,7	16,0	8,3	1,8	-10,4	1,8	17,4	-22,1	-7,5	-6,4	-5,6	-2,5	0,0	4,7
2013 Mai	13,3	16,5	9,5	-3,0	-9,7	2,7	16,0	-19,3	43,7	24,7	-8,6	-78,5	-0,6	3,3
2013 Juin	31,1	17,4	12,5	11,2	-10,0	1,1	32,2	-30,8	-14,3	25,7	12,4	-54,0	-0,6	-1,4
2013 Juillet	25,7	18,7	13,1	5,1	-11,2	2,5	28,3	-28,6	6,9	-31,3	-2,0	-2,6	0,2	0,4
2013 Août	10,2	6,7	8,1	6,9	-11,6	1,5	11,7	-6,8	-0,3	18,8	6,7	-30,0	-2,0	-5,0
2013 Septembre	15,5	12,7	12,2	1,9	-11,3	0,5	16,0	-20,4	-19,3	17,4	2,9	-20,3	-1,1	4,5
2013 Octobre	26,3	17,7	10,0	6,6	-8,1	3,0	29,3	-18,8	20,4	-6,4	3,8	-37,5	0,9	-10,4
2013 Novembre	28,4	17,6	9,0	6,5	-4,7	2,3	30,7	-30,3	-19,8	57,0	-1,3	-66,4	0,2	-0,5
2013 Décembre	32,9	12,7	11,4	10,9	-2,1	2,6	35,5	-46,5	-9,7	3,9	1,8	-41,3	-1,3	11,0
2014 Janvier	7,0	0,7	8,8	7,5	-10,0	1,0	8,0	-4,7	-9,1	19,3	-0,1	-12,1	-2,7	-3,3
2014 Février	13,8	15,5	9,0	6,5	-17,3	2,7	16,5	-12,2	30,8	26,6	2,7	-73,1	0,8	-4,3
2014 Mars	21,6	19,3	7,4	7,6	-12,6	1,9	23,5	-23,2	-22,7	-0,5	-1,3	1,7	-0,3	-0,3
2014 Avril	18,7	15,7	9,4	4,4	-10,8	1,2	19,9	-20,8	-18,6	-88,4	2,9	83,5	-0,3	0,9
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2014 Avril	244,5	171,2	120,6	72,2	-119,4	23,0	267,5	-262,5	-11,7	66,8	19,8	-330,5	-6,9	-5,0
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2014 Avril	2,5	1,8	1,3	0,7	-1,2	0,2	2,8	-2,7	-0,1	0,7	0,2	-3,4	-0,1	-0,1

**G32 Balance des paiements de la zone euro :  
compte de transactions courantes**  
(données cvs ; flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)

— Solde du compte de transactions courantes

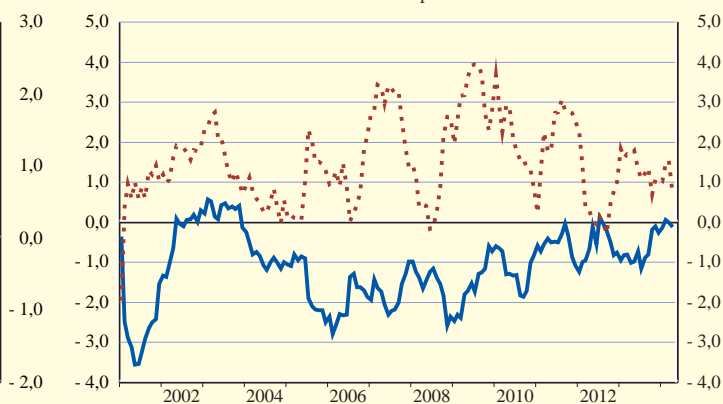


Source : BCE.

1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.

**G33 Balance des paiements de la zone euro :  
investissements directs et de portefeuille**  
(flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)

— Solde net des investissements directs  
- - - Solde net des investissements de portefeuille

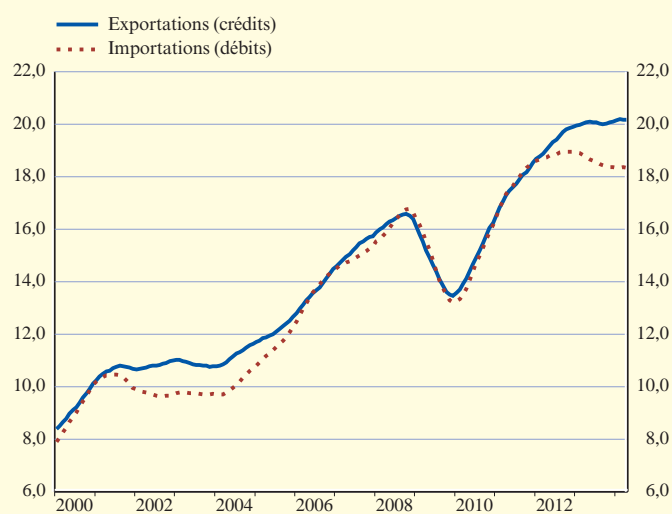


## 7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

### 1. État récapitulatif du compte de transactions courantes et du compte de capital

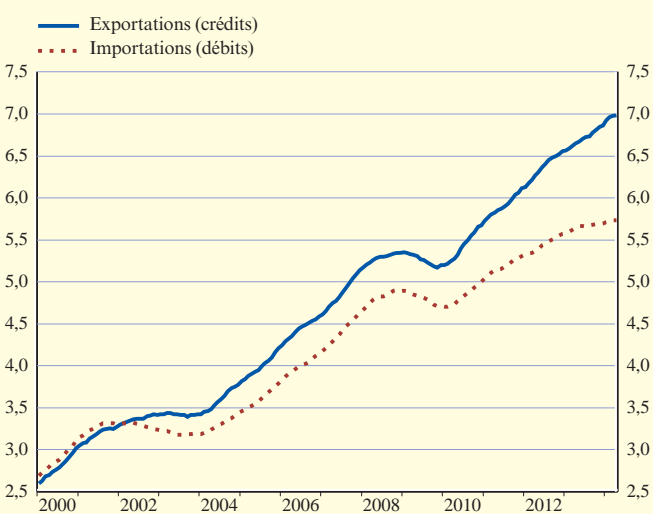
	Compte de transactions courantes										Compte de capital				
	Total			Biens		Services		Revenus		Transferts courants		Crédit	Débit		
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Transferts de fonds des travailleurs migrants 11	12	Transferts de fonds des travailleurs migrants 13	14	15	
2011	3 028,7	3 016,6	12,1	1 792,9	1 792,1	590,8	512,9	549,1	509,5	95,8	6,5	202,1	27,1	25,8	15,1
2012	3 222,8	3 089,7	133,1	1 921,5	1 832,5	633,6	538,5	569,1	512,8	98,6	6,8	205,9	26,0	30,6	24,1
2013	3 247,0	3 019,3	227,7	1 935,8	1 770,6	662,9	549,7	548,6	478,3	99,7	6,7	220,8	24,4	32,4	12,3
2013 T1	777,4	748,8	28,6	470,6	441,3	146,5	127,5	132,5	110,2	27,7	1,6	69,7	5,9	6,2	4,1
T2	824,8	764,8	60,1	489,6	439,8	166,5	136,2	148,9	139,0	19,8	1,8	49,8	6,1	7,9	2,3
T3	807,2	755,7	51,4	479,6	441,5	176,8	143,3	133,2	119,2	17,6	1,7	51,7	6,3	6,7	2,2
T4	837,6	750,1	87,6	496,0	448,0	173,2	142,7	133,9	109,8	34,6	1,7	49,5	6,1	11,6	3,7
2014 T1	786,4	744,1	42,4	476,9	441,3	155,7	130,5	125,3	103,7	28,6	.	68,6	.	8,0	2,4
2014 Février	257,9	244,2	13,8	157,1	141,6	49,7	40,7	39,5	33,0	11,6	–	28,9	–	3,3	0,6
Mars	272,5	250,9	21,6	167,1	147,8	53,0	45,5	45,9	38,4	6,5	–	19,2	–	3,0	1,1
Avril	266,8	248,1	18,7	161,6	146,0	53,4	44,0	45,9	41,4	5,9	–	16,7	–	2,1	0,9
	<i>Données cvs</i>														
2013 T3	808,5	758,6	49,9	480,2	442,6	166,7	137,2	136,7	123,3	24,9	–	55,5	–	–	–
T4	819,1	752,8	66,3	491,7	445,5	169,9	138,7	132,5	115,6	25,0	–	53,0	–	–	–
2014 T1	817,3	750,5	66,8	490,0	444,5	170,8	138,9	130,8	112,7	25,8	–	54,3	–	–	–
2014 Février	273,5	251,7	21,8	164,6	149,1	57,5	45,9	43,0	38,2	8,4	–	18,4	–	–	–
Mars	270,6	251,0	19,6	161,1	146,8	55,8	47,1	44,8	38,8	8,8	–	18,2	–	–	–
Avril	271,5	250,0	21,5	162,1	145,2	55,9	45,9	45,8	40,6	7,6	–	18,3	–	–	–
	<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2014 Avril	3 261,0	3 012,3	248,7	1 947,0	1 771,5	673,9	553,2	540,6	469,3	99,5	–	218,3	–	–	–
	<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2014 Avril	33,8	31,2	2,6	20,2	18,4	7,0	5,7	5,6	4,9	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	
2011	27,4	12,8	521,7	496,7	269,2	58,8	171,1	57,3	40,4	35,2	36,2	99,5	98,2	121,9	77,7	69,0
2012	30,1	13,5	539,0	499,3	281,2	44,2	158,5	19,3	50,2	64,0	42,4	104,6	99,7	115,1	65,6	57,1
2013	29,9	13,9	518,6	464,3	268,2	46,0	143,2	36,7	45,8	58,8	44,8	104,4	99,2	107,9	60,6	49,9
2012 T4	8,5	3,4	133,6	117,0	72,0	5,6	37,7	-11,5	13,6	17,9	7,9	20,7	24,8	27,3	15,3	13,5
2013 T1	7,3	2,6	125,3	107,6	66,1	25,6	35,8	15,8	11,4	14,4	7,8	17,7	24,6	27,3	15,4	12,5
T2	7,5	3,6	141,4	135,3	72,5	1,9	35,6	2,8	11,6	14,4	15,0	44,1	25,1	27,3	17,2	14,0
T3	7,4	4,1	125,8	115,2	63,8	17,0	37,6	16,1	11,1	14,6	12,3	24,6	24,8	27,0	13,9	11,5
T4	7,8	3,6	126,1	106,3	65,9	1,5	34,3	2,0	11,7	15,5	9,7	18,1	24,7	26,4	14,1	12,0

**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	Institutions de l'UE										
T1 2013 à T4 2013	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
								Crédit									
<b>Compte de transactions courantes</b>	3 247,0	1 012,9	55,9	100,4	490,7	301,3	64,6	66,0	47,8	161,6	38,3	69,0	124,6	274,2	443,0	1 009,7	
Biens	1 935,8	601,0	36,4	58,9	267,8	237,6	0,2	34,0	24,4	121,3	27,5	43,7	86,7	128,1	224,2	644,8	
Services	662,9	204,1	12,8	21,1	127,8	35,5	6,8	10,8	11,0	24,8	8,3	15,1	22,0	64,4	101,6	200,9	
Revenus	548,6	143,7	5,7	18,2	83,7	24,8	11,4	20,8	11,7	14,8	2,2	9,3	15,0	72,2	110,7	148,2	
Revenus d'investissements	518,6	135,8	4,8	18,1	81,9	24,1	6,9	20,8	11,6	14,7	2,2	9,2	15,0	56,5	109,2	143,6	
Transferts courants	99,7	64,1	1,0	2,2	11,4	3,3	46,2	0,5	0,7	0,8	0,2	1,0	0,9	9,4	6,6	15,7	
<b>Compte de capital</b>	32,4	27,7	0,0	0,0	1,2	0,2	26,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,1	0,4	2,9	
								Débit									
<b>Compte de transactions courantes</b>	3 019,3	947,6	48,1	95,3	407,2	278,7	118,3	40,4	30,4	-	35,1	91,1	156,7	230,1	397,1	-	
Biens	1 770,6	501,7	31,0	52,1	198,1	220,6	0,0	26,2	14,6	197,2	26,0	43,3	140,1	106,2	150,9	564,4	
Services	549,7	160,3	8,3	16,5	92,8	42,4	0,3	5,3	7,3	16,2	7,3	8,9	10,9	51,2	112,2	170,1	
Revenus	478,3	151,1	7,6	24,8	104,4	9,8	4,6	7,6	6,7	-	0,9	38,1	4,5	63,0	127,2	-	
Revenus d'investissements	464,3	143,7	7,5	24,7	102,8	4,2	4,6	7,5	6,5	-	0,7	38,0	4,3	62,6	126,1	-	
Transferts courants	220,8	134,5	1,3	1,9	11,9	5,9	113,4	1,3	1,9	2,6	0,9	0,7	1,1	9,8	6,9	61,1	
<b>Compte de capital</b>	12,3	5,2	0,0	0,0	4,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,7	0,5	4,8	
								Net									
<b>Compte de transactions courantes</b>	227,7	65,3	7,8	5,2	83,5	22,5	-53,7	25,6	17,3	-	3,1	-22,1	-32,1	44,0	45,9	-	
Biens	165,2	99,3	5,4	6,9	69,8	17,1	0,2	7,8	9,8	-75,9	1,6	0,4	-53,4	21,9	73,3	80,4	
Services	113,2	43,8	4,6	4,6	35,0	-6,9	6,5	5,4	3,7	8,6	1,0	6,2	11,0	13,3	-10,6	30,9	
Revenus	70,3	-7,4	-1,9	-6,6	-20,7	14,9	6,8	13,2	5,0	-	1,3	-28,9	10,5	9,2	-16,5	-	
Revenus d'investissements	54,3	-7,9	-2,7	-6,6	-21,0	20,0	2,4	13,3	5,1	-	1,5	-28,8	10,6	-6,1	-16,9	-	
Transferts courants	-121,1	-70,4	-0,3	0,3	-0,5	-2,6	-67,2	-0,8	-1,2	-1,8	-0,7	0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-45,4	
<b>Compte de capital</b>	20,1	22,6	0,0	0,0	-3,2	-0,3	26,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-1,9	

Source : BCE.

## 7.3 Compte financier

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

### 1. État récapitulatif du compte financier

	Total <sup>1)</sup>			Total en % du PIB			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés nets	Autres investissements		Avoirs de réserve
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11	12	
<b>Encours (position extérieure)</b>														
2010	15 183,6	16 453,3	-1 269,7	165,3	179,1	-13,8	4 928,8	3 895,5	4 901,4	7 429,6	-45,0	4 807,2	5 128,2	591,2
2011	15 986,5	17 440,9	-1 454,4	169,3	184,7	-15,4	5 708,5	4 414,6	4 738,4	7 741,7	-54,8	4 927,3	5 284,5	667,1
2012	16 920,5	18 174,3	-1 253,8	178,0	191,2	-13,2	6 125,7	4 634,2	5 254,8	8 423,6	-46,9	4 897,5	5 116,5	689,4
2013	17 005,4	18 309,3	-1 303,9	178,5	192,2	-13,7	6 230,1	4 739,6	5 351,8	8 539,6	-50,4	4 909,5	5 030,0	564,3
T3	16 961,7	18 238,3	-1 276,7	177,3	190,7	-13,3	6 181,1	4 719,8	5 453,6	8 680,2	-41,5	4 781,8	4 838,3	586,8
T4	16 970,8	18 135,2	-1 164,4	176,7	188,9	-12,1	6 266,8	4 764,7	5 537,9	8 801,1	-38,1	4 662,1	4 569,5	542,1
<b>Variation des encours</b>														
2010	1 447,9	1 226,4	221,6	15,8	13,4	2,4	518,3	359,3	557,8	585,9	-26,7	269,7	281,2	128,8
2011	802,9	987,6	-184,7	8,5	10,5	-2,0	779,7	519,1	-163,0	312,2	-9,7	120,0	156,4	75,9
2012	934,0	733,4	200,6	9,8	7,7	2,1	417,2	219,5	516,3	681,9	7,9	-29,7	-168,0	22,3
2013	50,4	-39,0	89,4	0,5	-0,4	0,9	141,1	130,5	283,2	377,4	8,7	-235,4	-547,0	-147,3
2013	-43,7	-70,9	27,2	-1,8	-3,0	1,1	-49,1	-19,8	101,7	140,6	8,9	-127,7	-191,7	22,4
T4	9,2	-103,1	112,3	0,4	-4,2	4,5	85,8	44,9	84,4	120,9	3,4	-119,7	-268,9	-44,7
<b>Flux</b>														
2010	639,5	626,1	13,4	7,0	6,8	0,1	352,0	274,6	131,4	211,6	-10,2	155,8	139,9	10,5
2011	660,8	609,9	50,9	7,0	6,5	0,5	500,9	399,1	-53,7	184,9	5,6	197,8	25,8	10,3
2012	579,1	414,1	165,0	6,1	4,4	1,7	410,1	338,6	194,3	289,7	-5,3	-34,9	-214,2	15,0
2013	498,1	251,2	246,9	5,2	2,6	2,6	324,2	299,2	250,2	356,0	-18,2	-62,4	-404,0	4,4
2013	32,4	-23,5	55,9	1,3	-1,0	2,3	50,4	37,7	69,1	74,1	-7,6	-82,4	-135,3	2,9
T4	177,6	82,0	95,6	7,2	3,3	3,9	151,9	142,8	50,4	104,9	-4,3	-20,6	-165,7	0,3
2014	177,6	137,6	40,1	7,5	5,8	1,7	-21,2	-22,1	45,9	91,2	-1,3	152,0	68,5	2,2
2013	-131,3	-177,9	46,5	-	-	-	-31,0	-40,7	20,6	24,5	-1,8	-120,4	-161,7	1,3
2014	173,3	168,6	4,7	-	-	-	25,0	16,0	17,6	36,9	0,1	127,8	115,7	2,7
Février	11,8	-0,4	12,2	-	-	-	-46,5	-15,7	14,6	41,2	-2,7	47,3	-25,8	-0,8
Mars	-7,5	-30,7	23,2	-	-	-	0,3	-22,4	13,6	13,1	1,3	-23,0	-21,4	0,3
Avril	132,2	111,4	20,8	-	-	-	15,3	-3,3	74,9	-13,5	-2,9	44,6	128,1	0,3
<b>Autres variations</b>														
2009	571,4	503,0	68,4	6,4	5,6	0,8	146,5	29,8	417,6	552,1	1,1	-86,8	-78,9	93,0
2010	808,4	600,3	208,1	8,8	6,5	2,3	166,3	84,6	426,4	374,3	-16,5	113,9	141,4	118,3
2011	142,1	377,7	-235,7	1,5	4,0	-2,5	278,8	120,0	-109,3	127,2	-15,3	-77,8	130,5	65,6
2012	354,9	319,3	35,6	3,7	3,4	0,4	7,1	-119,1	322,1	392,2	13,2	5,2	46,2	7,3
<b>Autres variations résultant des évolutions de taux de change</b>														
2009	-49,2	-56,2	6,9	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,3	-29,8	-34,3	.	-11,5	-27,2	-2,7
2010	477,9	325,2	152,7	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,7	.	161,3	161,5	13,3
2011	214,1	176,0	38,1	2,3	1,9	0,4	70,5	18,1	72,9	66,6	.	63,2	91,3	7,5
2012	-87,8	-91,6	3,8	-0,9	-1,0	0,0	-23,0	-6,0	-41,1	-37,1	.	-17,0	-48,5	-6,6
<b>Autres variations résultant des évolutions de prix</b>														
2009	618,1	491,5	126,6	6,9	5,5	1,4	147,5	29,4	423,6	462,1	1,2	.	.	45,8
2010	304,1	150,1	154,0	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	150,9	-16,2	.	.	101,7
2011	-127,9	-253,3	125,4	-1,4	-2,7	1,3	-38,1	7,1	-133,7	-260,4	-15,3	.	.	59,3
2012	265,3	590,2	-324,9	2,8	6,2	-3,4	39,6	-6,5	195,6	596,7	13,2	.	.	16,9
<b>Autres variations résultant d'autres ajustements</b>														
2009	1,4	68,3	-66,9	0,0	0,8	-0,7	3,4	-4,6	24,0	124,5	.	-75,6	-51,6	49,7
2010	26,3	125,3	-99,1	0,3	1,4	-1,1	-10,6	50,7	80,9	95,0	.	-47,4	-20,3	3,4
2011	59,0	433,2	-374,2	0,6	4,6	-4,0	247,0	94,9	-45,7	299,3	.	-141,0	39,0	-1,2
2012	177,4	-157,3	334,7	1,9	-1,7	3,5	-9,5	-106,5	167,6	-145,7	.	22,3	94,9	-2,9
<b>Taux de croissance des encours</b>														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,8	8,8	2,4	5,7	.	-9,9	-12,5	-1,3
2010	4,5	4,0	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,0	.	3,4	2,8	2,0
2011	4,4	3,7	-	.	.	.	10,2	10,2	-1,2	2,5	.	4,2	0,6	1,6
2012	3,6	2,4	-	.	.	.	7,2	7,7	4,0	3,7	.	-0,7	-4,0	2,2
2013	1,9	0,4	-	.	.	.	4,4	4,2	5,6	5,1	.	-3,9	-9,9	1,1
T4	3,0	1,4	-	.	.	.	5,3	6,5	4,8	4,2	.	-1,3	-7,9	0,7
2014	2,9	1,2	.	.	.	.	4,1	5,4	3,5	4,0	.	1,1	-7,1	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
<b>Encours (position extérieure)</b>														
2011	5 708,5	4 281,3	283,1	3 998,2	1 427,2	13,3	1 413,9	4 414,6	3 135,2	101,6	3 033,6	1 279,5	11,3	1 268,2
2012	6 125,7	4 562,5	288,8	4 273,8	1 563,1	12,0	1 551,1	4 634,2	3 231,7	109,2	3 122,5	1 402,5	11,3	1 391,2
2013 T3	6 181,1	4 584,5	275,1	4 309,4	1 596,6	12,2	1 584,4	4 719,8	3 279,8	110,4	3 169,5	1 439,9	12,0	1 427,9
T4	6 266,8	4 686,1	273,1	4 413,0	1 580,7	12,6	1 568,1	4 764,7	3 357,2	109,5	3 247,7	1 407,5	12,3	1 395,2
<b>Flux</b>														
2011	500,9	430,1	25,1	405,0	70,7	-3,2	73,9	399,1	361,9	10,5	351,4	37,3	0,6	36,6
2012	410,1	275,7	-3,1	278,8	134,4	-0,3	134,7	338,6	253,1	8,0	245,2	85,4	0,1	85,4
2013	324,2	290,7	6,7	284,1	33,4	0,9	32,5	299,2	288,8	7,5	281,2	10,5	1,3	9,2
2013 T3	50,4	53,7	1,1	52,6	-3,3	0,1	-3,4	37,7	36,2	1,8	34,4	1,5	-0,1	1,6
T4	151,9	180,3	4,0	176,3	-28,4	0,5	-28,9	142,8	163,8	2,2	161,7	-21,0	0,5	-21,5
2014 T1	-21,2	-38,4	3,3	-41,7	17,2	1,0	16,1	-22,1	-25,8	2,2	-28,0	3,7	-3,6	7,2
2013 Décembre	-31,0	2,4	3,4	-1,0	-33,4	0,6	-34,0	-40,7	23,6	0,6	23,0	-64,3	0,7	-65,0
2014 Janvier	25,0	19,3	-0,4	19,8	5,7	0,4	5,2	16,0	14,9	1,2	13,7	1,1	-3,1	4,2
Février	-46,5	-50,8	4,2	-55,0	4,3	0,5	3,8	-15,7	-18,1	0,5	-18,6	2,4	-0,2	2,7
Mars	0,3	-6,9	-0,4	-6,5	7,2	0,1	7,0	-22,4	-22,6	0,5	-23,0	0,2	-0,2	0,4
Avril	15,3	7,3	1,6	5,7	8,0	-0,1	8,1	-3,3	1,8	0,6	1,1	-5,0	0,0	-5,0
<b>Taux de croissance</b>														
2011	10,2	11,2	9,4	11,4	6,5	-20,1	6,9	10,2	12,3	10,9	12,3	3,8	0,9	3,8
2012	7,2	6,4	-1,1	7,0	9,5	-2,5	9,6	7,7	8,2	7,9	8,2	6,7	0,4	6,7
2013 T3	4,4	3,6	0,7	3,8	7,0	4,1	7,0	4,2	5,4	6,1	5,4	1,3	1,9	1,3
T4	5,3	6,4	2,4	6,7	2,1	7,5	2,0	6,5	9,0	7,0	9,1	0,7	11,5	0,6
2014 T1	4,1	4,5	4,1	4,5	2,8	6,8	2,8	5,4	7,2	6,5	7,2	1,2	-25,4	1,4

### G36 Position extérieure de la zone euro

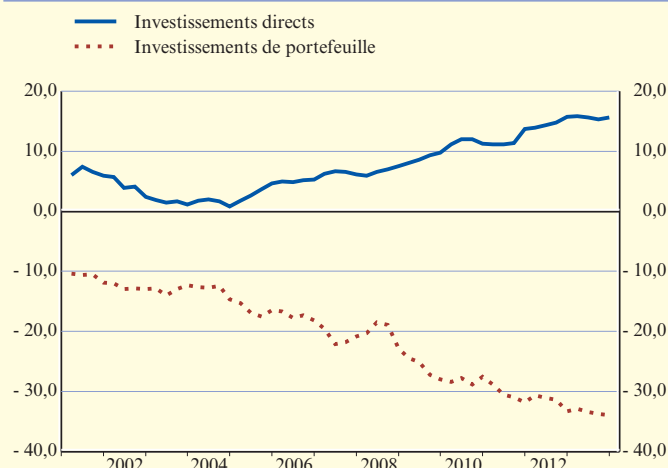
(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



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							Titres de créance								
	Actions						Obligations						Instruments du marché monétaire			
	Total	IFM		Non-IFM			Total	IFM		Non-IFM		Total	IFM		Non-IFM	
		Euro-système	Administrations publiques	Euro-système	Administrations publiques	Euro-système		Administrations publiques	Euro-système	Administrations publiques	Euro-système		Administrations publiques			
1	2						3					4		5	6	7
	Encours (position extérieure)															
2011	4 738,4	1 703,8	59,3	2,6	1 644,5	39,4	2 569,1	721,4	16,1	1 847,7	96,0	465,5	302,5	58,8	163,1	0,5
2012	5 254,8	1 952,0	70,1	2,8	1 881,8	42,5	2 840,7	674,2	15,6	2 166,5	97,8	462,1	288,0	53,8	174,1	1,4
2013 T3	5 453,6	2 172,4	114,1	3,1	2 058,2	48,5	2 817,9	617,0	16,5	2 200,8	94,2	463,3	290,0	58,4	173,3	0,1
T4	5 537,9	2 284,3	123,0	3,4	2 161,3	48,3	2 803,8	601,9	17,0	2 201,9	89,1	449,9	288,5	55,0	161,4	0,0
	Flux															
2011	-53,7	-66,3	-10,7	-0,2	-55,6	-7,3	-21,8	-60,6	0,1	38,8	-2,8	34,4	26,2	10,4	8,2	0,2
2012	194,3	58,0	3,0	0,1	55,0	0,2	133,9	-38,5	-1,0	172,4	-8,4	2,4	-18,0	2,3	20,4	0,1
2013	250,2	163,4	39,8	0,5	123,6	3,6	78,9	-47,7	1,7	126,6	-6,6	7,9	13,3	14,8	-5,4	-0,7
2013 T3	69,1	45,9	16,4	0,0	29,5	0,1	21,0	-13,0	0,7	34,0	-1,6	2,2	8,5	-2,4	-6,3	0,0
T4	50,4	39,4	5,7	0,3	33,7	-0,8	12,6	-10,3	0,6	22,9	-4,1	-1,7	5,7	2,0	-7,3	-0,1
2014 T1	45,9	8,8	-17,0	-0,2	25,8	.	26,2	3,9	0,5	22,2	.	10,9	-3,3	1,0	14,2	.
2013 Décembre	20,6	14,5	-1,6	0,0	16,1	–	-0,3	-4,4	0,2	4,0	–	6,4	12,0	2,5	-5,6	–
2014 Janvier	17,6	6,8	-1,2	0,0	8,1	–	2,9	3,8	0,1	-0,9	–	7,9	3,0	2,1	4,9	–
Février	14,6	-4,1	-19,8	-0,1	15,7	–	9,7	2,4	0,1	7,3	–	9,0	-1,2	-1,7	10,2	–
Mars	13,6	6,1	4,0	-0,2	2,1	–	13,6	-2,3	0,3	15,9	–	-6,0	-5,2	0,6	-0,9	–
Avril	74,9	33,1	0,8	0,0	32,3	–	29,8	5,6	0,7	24,2	–	12,0	1,1	-0,6	11,0	–
	Taux de croissance															
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,9	-7,7	-0,2	2,2	-2,9	8,4	8,6	25,5	8,0	120,3
2012	4,0	3,2	5,0	3,0	3,1	0,1	5,1	-5,4	-6,3	9,0	-8,1	0,5	-5,5	3,7	12,6	29,8
2013 T3	5,6	9,7	73,5	5,8	7,6	13,0	4,1	-4,6	10,8	6,8	-6,0	-1,9	-4,0	37,6	2,3	-56,3
T4	4,8	8,2	54,2	16,1	6,4	8,4	2,8	-7,2	11,3	5,9	-6,8	1,7	4,7	29,3	-3,2	-90,8
2014 T1	3,5	5,2	11,0	4,6	4,9	.	2,5	-4,1	7,2	4,5	.	2,5	1,8	30,2	3,7	.

### 4. Investissements de portefeuille : engagements

	Total				Titres de créance									
	Actions			Obligations					Instruments du marché monétaire					
	Total	IFM		Non-IFM	Total	IFM		Non-IFM		Total	IFM		Non-IFM	
		Euro-système	Administrations publiques			Euro-système	Administrations publiques	Euro-système	Administrations publiques		Euro-système	Administrations publiques		
1	2			3	4					5			6	7
	Encours (position extérieure)													
2011	7 741,7	3 074,9	562,0	2 512,9	4 222,4	1 254,8	2 967,6	1 722,8	444,4	92,4	352,0	306,8		
2012	8 423,6	3 524,4	543,2	2 981,1	4 446,3	1 202,4	3 243,9	1 930,5	452,9	91,7	361,2	286,2		
2013 T3	8 680,2	3 809,0	535,2	3 273,8	4 352,4	1 119,7	3 232,7	1 924,6	518,9	130,4	388,5	314,7		
T4	8 801,1	3 964,7	536,8	3 427,9	4 368,4	1 104,1	3 264,3	1 954,0	468,0	116,6	351,4	284,2		
	Flux													
2011	184,9	64,4	18,9	45,5	165,3	-15,9	181,2	101,1	-44,8	-4,5	-40,3	-42,1		
2012	289,7	164,9	-16,3	181,3	128,8	-78,9	207,6	163,6	-4,0	5,9	-10,0	-27,4		
2013	356,0	236,6	-21,3	257,9	80,6	-48,5	129,1	99,1	38,8	30,9	7,9	15,2		
2013 T3	74,1	44,4	11,2	33,2	-14,2	-22,0	7,9	6,3	43,8	23,5	20,2	20,5		
T4	104,9	58,4	-7,0	65,3	90,4	9,8	80,5	62,2	-43,8	-11,0	-32,8	-29,6		
2014 T1	91,2	61,7	14,4	47,3	30,5	-16,2	46,7	.	-1,0	10,3	-11,3	.		
2013 Décembre	24,5	41,5	2,0	39,5	8,4	-4,0	12,3	–	-25,3	-10,6	-14,7	–		
2014 Janvier	36,9	14,8	9,7	5,1	-4,5	-7,3	2,7	–	26,7	23,2	3,5	–		
Février	41,2	9,3	7,6	1,7	52,1	-4,5	56,6	–	-20,2	-6,9	-13,3	–		
Mars	13,1	37,6	-2,9	40,5	-17,0	-4,5	-12,6	–	-7,5	-6,0	-1,4	–		
Avril	-13,5	22,8	5,1	17,6	-1,5	-10,9	9,4	–	-34,7	-15,6	-19,2	–		
	Taux de croissance													
2011	2,5	2,0	3,0	1,6	4,5	-1,2	7,2	6,5	-8,7	1,0	-10,2	-12,4		
2012	3,7	5,2	-3,0	6,8	3,0	-6,3	7,0	9,5	-0,8	6,2	-2,7	-8,7		
2013 T3	5,1	7,4	-4,3	9,7	1,3	-5,5	3,8	4,4	25,4	60,2	16,8	14,9		
T4	4,2	6,6	-3,9	8,5	1,8	-4,0	4,0	5,2	8,4	32,2	2,1	5,1		
2014 T1	4,0	6,3	0,3	7,3	2,5	-4,3	5,1	.	-0,8	19,5	-7,0	.		

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)

## 5. Autres investissements : avoirs

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres avoirs	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts	Crédits commer- ciaux	Prêts/monnaie fiduciaire et dépôts	Monnaie fiduciaire et dépôts		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Encours (position extérieure)</b>															
2011	4 927,3	36,2	35,5	0,7	3 069,9	3 008,1	61,8	162,5	6,8	116,1	30,2	1 658,7	248,5	1 217,4	520,9
2012	4 897,5	40,9	40,2	0,7	2 926,0	2 855,7	70,3	168,0	5,3	121,4	29,2	1 762,7	254,0	1 306,6	567,8
2013 T3	4 781,8	25,2	24,5	0,7	2 848,5	2 764,3	84,3	149,1	5,0	101,9	22,7	1 759,0	246,6	1 259,1	543,1
T4	4 662,1	16,1	15,5	0,6	2 754,5	2 723,4	31,1	156,6	4,1	109,4	26,9	1 734,9	246,3	1 259,4	538,0
<b>Flux</b>															
2011	197,8	-3,1	-3,1	0,1	51,7	21,7	29,9	4,3	-0,3	4,0	10,3	145,0	8,6	112,2	41,4
2012	-34,9	5,2	5,2	0,0	-121,0	-128,1	7,1	6,2	-1,5	6,3	-1,0	74,5	8,3	38,2	5,0
2013	-62,4	-19,8	-19,8	0,0	-53,1	-69,8	16,7	-10,7	-1,3	-11,8	-2,4	21,2	3,2	-20,7	5,9
2013 T3	-82,4	6,2	6,2	0,0	-65,5	-88,4	22,9	-1,7	-0,1	-1,8	-1,2	-21,4	-2,2	-20,4	-12,1
T4	-20,6	-8,3	-8,3	0,0	-12,8	-7,8	-5,0	5,9	-0,9	5,7	4,2	-5,4	1,3	-9,6	-10,8
2014 T1	152,0	-6,7	.	.	144,3	.	.	0,5	.	.	5,3	13,9	.	.	31,9
2013 Décembre	-120,4	1,2	–	–	-92,6	–	–	-0,6	–	–	-1,7	-28,4	–	–	-34,4
2014 Janvier	127,8	-3,3	–	–	134,0	–	–	-2,0	–	–	-0,2	-0,9	–	–	7,8
Février	47,3	0,1	–	–	30,8	–	–	1,5	–	–	4,2	14,9	–	–	13,7
Mars	-23,0	-3,5	–	–	-20,5	–	–	1,1	–	–	1,3	-0,1	–	–	10,5
Avril	44,6	5,6	–	–	48,8	–	–	-2,1	–	–	-1,6	-7,8	–	–	-4,6
<b>Taux de croissance</b>															
2011	4,2	-6,3	-6,4	8,8	1,9	0,9	76,8	2,9	-3,3	4,1	51,5	9,1	4,0	9,0	9,8
2012	-0,7	13,0	13,2	1,0	-3,9	-4,2	12,2	4,0	-22,2	5,7	-3,3	4,5	3,4	3,2	1,1
2013 T3	-3,9	-13,1	-13,4	3,3	-5,0	-5,6	19,1	2,3	-5,7	0,2	-9,5	-2,3	-0,3	-4,8	-7,4
T4	-1,3	-49,5	-50,4	3,2	-1,8	-2,5	23,7	-6,3	-24,0	-9,7	-8,1	1,2	1,3	-1,6	0,8
2014 T1	1,1	-64,4	.	.	2,8	.	.	0,0	.	.	33,3	-0,5	.	.	2,8

## 6. Autres investissements : engagements

	Total	Eurosystème			IFM (hors Eurosystème)			Administrations publiques				Autres secteurs			
		Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Prêts/ monnaie fiduciaire et dépôts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments	Total	Crédits commer- ciaux	Prêts	Autres engage- ments
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Encours (position extérieure)</b>															
2011	5 284,5	410,3	407,5	2,8	3 221,8	3 154,9	66,9	229,3	0,1	222,3	6,9	1 423,2	227,2	1 014,5	181,5
2012	5 116,5	423,9	423,0	0,9	2 976,1	2 893,4	82,8	231,6	0,1	224,0	7,5	1 484,8	229,7	1 023,8	231,3
2013 T3	4 838,3	360,7	359,2	1,6	2 740,9	2 659,9	81,0	229,6	0,2	222,8	6,6	1 507,1	229,3	1 006,6	271,3
T4	4 569,5	340,6	340,1	0,6	2 531,2	2 512,9	18,4	222,5	0,2	215,1	7,3	1 475,1	230,5	1 003,8	240,7
<b>Flux</b>															
2011	25,8	134,8	135,0	-0,2	-289,9	-328,6	38,6	74,2	0,0	74,2	0,0	106,8	10,6	75,9	20,3
2012	-214,2	18,4	20,2	-1,8	-232,8	-250,0	17,2	2,5	0,0	1,5	1,0	-2,3	7,3	-10,0	0,4
2013	-404,0	-78,8	-78,4	-0,4	-321,6	-322,7	1,0	-4,4	0,0	-4,2	-0,2	0,8	5,2	0,2	-4,7
2013 T3	-135,3	-10,2	-10,3	0,2	-102,0	-124,4	22,4	5,3	0,0	5,1	0,1	-28,3	0,6	-28,3	-0,7
T4	-165,7	-17,6	-16,6	-1,0	-126,5	-123,5	-3,0	-8,9	0,0	-9,0	0,1	-12,6	2,3	-2,4	-12,5
2014 T1	68,5	-30,1	.	.	77,7	.	.	2,0	.	.	.	18,9	.	.	.
2013 Décembre	-161,7	1,4	–	–	-149,3	–	–	-4,6	–	–	–	-9,3	–	–	–
2014 Janvier	115,7	-6,5	–	–	112,6	–	–	0,7	–	–	–	8,9	–	–	–
Février	-25,8	-13,3	–	–	-17,3	–	–	1,2	–	–	–	3,5	–	–	–
Mars	-21,4	-10,4	–	–	-17,6	–	–	0,1	–	–	–	6,5	–	–	–
Avril	128,1	1,8	–	–	93,7	–	–	-0,4	–	–	–	33,1	–	–	–
<b>Taux de croissance</b>															
2011	0,6	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,6	48,8	.	50,9	-0,6	9,0	5,2	8,9	14,0
2012	-4,0	4,6	5,1	.	-7,2	-7,9	25,8	1,1	.	0,7	15,6	0,0	3,2	-0,9	1,4
2013 T3	-9,9	-15,1	-15,2	.	-12,8	-13,3	9,2	-0,8	.	-0,9	1,6	-4,2	1,7	-4,5	-8,6
T4	-7,9	-18,5	-18,5	.	-10,9	-11,2	1,8	-2,0	.	-2,0	-1,3	0,1	2,3	0,0	-0,9
2014 T1	-7,1	-20,2	.	.	-8,1	.	.	-0,8	.	.	.	-2,8	.	.	.

Source : BCE.

## 7.3 Compte financier

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

### 7. Avoirs de réserve <sup>1)</sup>

	Avoirs de réserve													Pour mémoire			
	Total	Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises								Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme	Allocations de DTS
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts		Titres				Produits financiers dérivés				
	Auprès des autorités monétaires et de la BRI			Auprès des banques	Total		Actions	Obligations	Instruments du marché monétaire								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Encours (position extérieure)																	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0
2013 T2	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
T3	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
T4	542,0	301,9	346,566	50,1	28,9	160,0	6,6	5,7	147,4	0,2	135,8	11,4	0,3	1,0	22,5	-30,1	52,7
2014 Avril	568,0	322,6	346,788	50,4	28,8	164,0	4,0	8,0	151,9	0,3	135,4	16,1	0,1	2,2	24,2	-32,1	52,8
Mai	568,7	318,6	346,720	51,0	28,7	168,2	3,6	9,0	155,8	0,3	139,9	15,5	-0,2	2,3	23,7	-32,1	53,3
Flux																	
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	15,0	0,0	-	-0,3	2,1	12,5	1,8	1,2	9,1	-0,4	0,4	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013	4,4	0,0	-	-0,6	-1,7	6,3	0,2	-2,6	9,6	0,0	15,8	-6,2	-1,0	0,4	-	-	-
2013 T3	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-
T4	0,3	0,0	-	0,4	-1,2	1,0	1,5	-3,3	2,9	0,0	6,1	-3,3	-0,1	0,1	-	-	-
2014 T1	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux de croissance																	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,5	-5,2	10,2	-24,6	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,2	0,0	-	-0,5	7,1	8,0	41,6	15,2	6,3	-53,5	0,2	82,5	-	-	-	-	-
2013 T3	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,8	-13,6	22,4	6,2	0,0	7,1	-0,6	-	-	-	-	-
T4	0,7	0,0	-	-1,1	-5,5	3,8	2,2	-29,6	6,5	0,1	12,3	-33,1	-	-	-	-	-
2014 T1	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	Administrations publiques	Eurosystème	IFM (hors Eurosystème)	Autres secteurs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours (position extérieure)											
2010	10 848,6	4 724,7	441,4	3 756,0	203,3	200,2	1 523,0	2 067,8	270,3	4 751,7	2 235,8
2011	11 972,5	4 799,2	444,4	4 222,4	227,3	258,0	2 021,1	2 258,8	410,3	4 569,0	2 713,2
2012	12 245,7	4 564,1	452,9	4 446,3	229,8	322,5	2 230,0	2 448,4	423,9	4 270,2	2 873,3
2013 T2	12 211,3	4 451,7	483,8	4 406,0	230,5	347,8	2 291,5	2 454,0	374,2	4 134,7	2 956,9
T3	11 982,3	4 248,5	518,9	4 352,4	229,4	360,4	2 272,7	2 468,8	360,7	3 991,0	2 889,0
T4	11 625,6	4 071,9	468,0	4 368,4	230,7	266,9	2 219,8	2 460,8	340,6	3 751,9	2 852,6
Encours en pourcentage du PIB											
2010	118,2	51,5	4,8	40,9	2,2	2,2	16,6	22,5	2,9	51,8	24,4
2011	126,8	50,8	4,7	44,7	2,4	2,7	21,4	23,9	4,3	48,4	28,7
2012	128,8	48,0	4,8	46,8	2,4	3,4	23,5	25,8	4,5	44,9	30,2
2013 T2	128,0	46,7	5,1	46,2	2,4	3,6	24,0	25,7	3,9	43,3	31,0
T3	125,2	44,4	5,4	45,5	2,4	3,8	23,8	25,8	3,8	41,7	30,2
T4	121,0	42,4	4,9	45,5	2,4	2,8	23,1	25,6	3,5	39,0	29,7

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, conformément à l'approche retenue pour les avoirs de réserve de l'Eurosystème. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

7.3 Compte financier

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

9. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)						Canada	Chine	Japon	Suisse	États-Unis	Centres financiers extra-territoriaux	Organisations internationales	Autres pays
		Total	Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE	Institutions de l'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2012</b>	<b>Encours (position extérieure)</b>														
<b>Investissements directs</b>	1 491,5	395,5	-12,0	14,7	106,8	287,3	-1,2	107,0	80,2	-23,3	165,7	178,3	-243,2	-0,2	831,6
À l'étranger	6 125,7	1 724,5	33,4	173,5	1 181,7	335,9	0,1	217,3	101,6	78,8	629,1	1 434,9	627,7	0,1	1 311,5
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	4 562,5	1 281,2	26,8	104,2	889,3	260,9	0,0	169,9	83,3	56,5	476,9	1 016,9	512,3	0,1	965,5
Autres opérations	1 563,1	443,4	6,6	69,2	292,5	75,0	0,1	47,4	18,4	22,2	152,3	418,0	115,5	0,0	346,0
Dans la zone euro	4 634,2	1 329,1	45,5	158,8	1 074,9	48,6	1,3	110,3	21,4	102,0	463,4	1 256,7	871,0	0,3	479,9
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	3 231,7	1 034,9	36,6	142,8	821,9	32,3	1,3	88,1	7,8	88,7	280,9	951,7	443,1	0,1	336,3
Autres opérations	1 402,5	294,2	8,9	16,0	253,0	16,2	0,0	22,2	13,6	13,3	182,5	304,9	427,9	0,2	143,7
<b>Investissements de portefeuille – avoirs</b>	5 254,8	1 679,6	99,5	227,4	1 046,3	118,6	187,7	102,0	61,2	215,5	131,4	1 638,6	433,5	33,2	959,8
Actions	1 952,0	394,6	17,2	48,8	314,2	14,2	0,1	39,6	57,2	106,1	117,1	621,7	237,0	0,9	377,6
Titres de créance	3 302,8	1 284,9	82,3	178,6	732,1	104,4	187,5	62,4	4,0	109,4	14,3	1 016,8	196,6	32,3	582,2
Obligations	2 840,7	1 133,8	75,6	148,2	620,1	103,5	186,4	58,1	2,6	36,7	11,3	855,4	184,8	31,7	526,4
Instruments du marché monétaire	462,1	151,1	6,6	30,4	112,0	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,4	11,8	0,6	55,8
<b>Autres investissements</b>	-218,9	-247,6	11,3	-26,9	-48,9	44,9	-228,0	1,9	-15,2	5,1	-33,9	58,1	49,0	-77,5	41,2
Avoirs	4 897,5	2 194,5	78,1	87,2	1 847,7	162,2	19,4	28,2	49,4	81,8	268,2	684,6	541,3	37,3	1 012,3
Administrations publiques	168,0	65,5	1,0	4,6	43,4	1,6	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,7	50,3
IFM	2 966,9	1 530,1	58,4	50,8	1 293,2	125,3	2,2	16,4	24,3	65,9	147,1	396,0	393,1	5,2	388,7
Autres secteurs	1 762,7	599,0	18,7	31,8	511,0	35,3	2,2	10,0	21,9	15,0	119,6	277,6	144,9	1,4	573,3
Engagements	5 116,5	2 442,1	66,8	114,1	1 896,5	117,3	247,3	26,3	64,6	76,8	302,0	626,5	492,3	114,8	971,1
Administrations publiques	231,6	110,5	0,3	0,9	26,3	0,2	82,8	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,7	5,2
IFM	3 400,1	1 647,7	56,3	88,7	1 309,1	89,6	104,0	17,1	38,3	50,7	239,4	338,7	392,7	28,3	647,2
Autres secteurs	1 484,8	683,9	10,2	24,6	561,1	27,5	60,5	9,1	26,3	25,9	61,6	258,2	98,3	2,8	318,7
<b>T1 2013 à T4 2013</b>	<b>Flux cumulés</b>														
<b>Investissements directs</b>	24,9	24,3	2,9	-14,5	36,9	-1,0	0,0	1,3	7,6	-2,7	21,4	-135,0	63,2	0,0	44,8
À l'étranger	324,2	16,5	4,7	-10,4	18,8	3,4	0,0	1,2	10,9	1,8	25,8	161,4	30,2	0,0	76,5
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	290,7	23,3	6,5	1,1	11,4	4,3	0,0	14,6	9,0	1,2	6,0	172,2	15,8	0,0	48,5
Autres opérations	33,4	-6,9	-1,9	-11,5	7,4	-0,9	0,0	-13,4	1,9	0,6	19,8	-10,9	14,3	0,0	28,0
Dans la zone euro	299,2	-7,8	1,7	4,1	-18,1	4,5	0,0	-0,1	3,3	4,5	4,3	296,4	-33,0	0,0	31,7
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	288,8	-1,7	0,8	1,3	-5,6	1,8	0,0	3,6	4,0	5,2	7,0	265,7	-17,5	0,0	22,5
Autres opérations	10,5	-6,1	0,9	2,8	-12,5	2,7	0,0	-3,7	-0,7	-0,7	-2,7	30,7	-15,5	0,0	9,2
<b>Investissements de portefeuille – avoirs</b>	250,2	31,4	-5,4	7,3	6,0	4,3	19,3	7,9	6,6	38,8	8,7	72,4	6,8	1,2	76,3
Actions	163,4	35,7	1,2	4,5	29,6	0,5	0,0	1,2	4,6	36,0	6,5	61,1	6,8	0,0	11,5
Titres de créance	86,8	-4,3	-6,6	2,8	-23,6	3,8	19,3	6,7	1,9	2,9	2,2	11,3	0,0	1,2	64,8
Obligations	78,9	13,1	-5,7	7,6	-11,4	2,2	20,4	5,3	0,5	-3,6	1,0	8,7	-9,3	1,1	61,9
Instruments du marché monétaire	7,9	-17,4	-0,9	-4,8	-12,2	1,5	-1,1	1,3	1,4	6,5	1,2	2,6	9,3	0,1	2,9
<b>Autres investissements</b>	341,7	67,9	14,1	9,6	48,0	-5,1	1,4	-2,2	22,4	39,4	25,9	16,5	97,7	-9,2	83,4
Avoirs	-62,4	-231,0	1,8	3,8	-229,0	-8,6	1,0	-1,8	11,4	38,0	11,2	24,2	56,7	1,6	27,2
Administrations publiques	-10,7	-1,3	-0,3	-1,5	0,0	-0,6	1,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-4,4	-0,7	0,2	-4,0
IFM	-72,9	-220,8	-2,0	-0,4	-209,1	-8,9	-0,3	1,7	11,5	33,3	2,7	21,9	61,3	1,1	14,3
Autres secteurs	21,2	-8,9	4,2	5,7	-19,9	1,0	0,1	-3,5	0,0	5,0	8,5	6,8	-3,9	0,3	16,8
Engagements	-404,0	-298,9	-12,2	-5,8	-277,1	-3,5	-0,4	0,4	-11,0	-1,3	-14,7	7,7	-40,9	10,9	-56,2
Administrations publiques	-4,4	-4,1	0,2	0,3	-6,5	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,4	-8,5	-0,2	8,7	-0,6
IFM	-400,4	-264,7	-12,4	-6,5	-236,0	-6,0	-3,7	0,0	-12,0	-0,3	-16,5	-2,2	-46,8	2,4	-60,5
Autres secteurs	0,8	-30,1	-0,1	0,5	-34,6	2,6	1,4	0,4	1,0	-1,1	1,4	18,4	6,0	-0,2	4,9

Source : BCE.

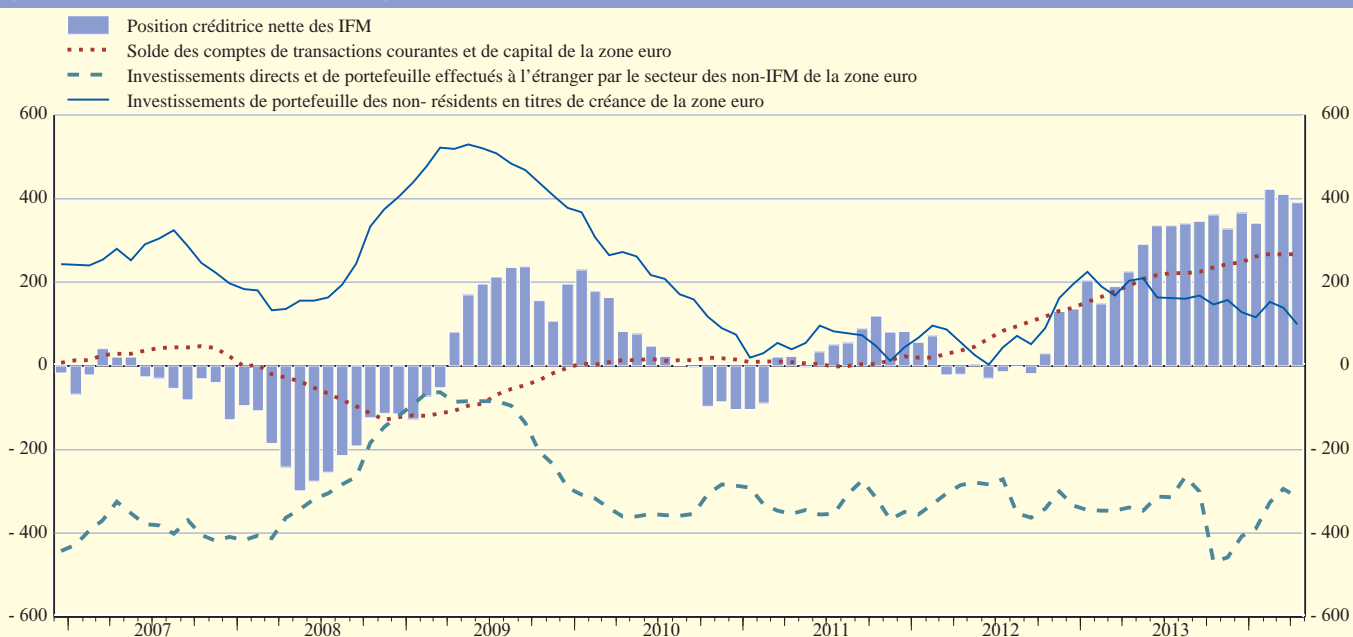
## 7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements <sup>1)</sup>

(flux en milliards d'euros)

	Rubriques de la balance des paiements reflétant les transactions nettes des IFM											
	Total	Solde des comptes de transactions courantes et de capital	Transactions des non-IFM								Produits financiers dérivés	Erreurs et omissions
			Investissements directs		Investissements de portefeuille				Autres investissements			
			Des résidents à l'étranger	Des non-résidents dans la zone euro	Avoirs		Engagements		Avoirs	Engagements		
Actions	Titres de créance	Actions			Titres de créance							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	82,6	22,6	-479,1	387,4	55,7	-47,0	44,7	44,6	-149,3	180,7	-5,6	27,8
2012	136,4	139,9	-413,5	330,2	-55,0	-193,4	181,4	196,0	-81,2	1,4	5,2	25,5
2013	365,2	248,5	-316,6	290,0	-123,6	-121,3	258,9	128,5	-10,7	-3,3	18,1	-3,3
2013 T1	27,7	30,8	-52,4	23,6	-50,1	-55,2	76,0	24,8	-34,8	63,7	8,3	-6,9
T2	148,9	65,9	-67,6	90,5	-10,3	-22,8	84,7	27,3	1,6	-22,5	-1,9	3,8
T3	53,8	56,3	-49,2	35,9	-29,5	-27,7	32,8	28,1	22,9	-23,0	7,6	-0,4
T4	134,8	95,4	-147,4	140,0	-33,7	-15,6	65,4	48,4	-0,4	-21,5	4,1	0,2
2014 T1	73,2	47,9	25,6	-20,7	-25,8	-36,4	47,3	35,4	-14,4	20,9	1,3	-7,9
2013 Avril	9,0	17,6	-21,7	14,5	-18,4	-27,2	16,0	30,4	-19,6	20,3	-5,6	2,8
Mai	84,7	16,0	-13,0	56,4	-6,4	-10,1	30,6	30,9	-10,0	-5,0	-8,7	4,0
Juin	55,2	32,3	-32,8	19,6	14,5	14,5	38,1	-34,0	31,2	-37,7	12,4	-2,9
Juillet	12,5	28,5	-7,5	12,7	-13,2	-12,7	-0,6	9,5	10,3	-12,3	-2,0	-0,4
Août	28,3	11,8	-28,0	28,0	2,2	-1,1	9,2	0,9	8,2	-4,6	6,7	-5,0
Septembre	13,0	16,1	-13,8	-4,8	-18,6	-13,9	24,1	17,7	4,4	-6,1	2,9	5,0
Octobre	21,6	29,2	-158,7	178,6	-13,7	-5,7	7,1	-1,8	-0,2	-5,9	3,8	-11,1
Novembre	33,8	30,7	-23,7	3,4	-3,9	-11,5	18,8	52,4	-29,3	-1,7	-1,4	-0,1
Décembre	79,5	35,4	35,0	-42,1	-16,1	1,5	39,6	-2,3	29,1	-13,8	1,8	11,3
2014 Janvier	9,2	8,0	-25,0	17,9	-8,1	-4,0	5,1	6,2	2,9	9,6	-0,1	-3,3
Février	50,3	16,5	51,2	-16,0	-15,7	-17,4	1,7	43,3	-16,4	4,8	2,7	-4,3
Mars	13,6	23,5	-0,6	-22,6	-2,1	-15,0	40,5	-14,0	-1,0	6,6	-1,3	-0,3
Avril	-11,0	19,9	-13,8	-3,9	-32,3	-35,2	17,6	-9,8	9,9	32,7	2,9	0,9
	<i>flux cumulés sur 12 mois</i>											
2014 Avril	390,7	267,9	-230,7	227,3	-113,1	-110,4	231,8	99,0	39,2	-33,7	19,6	-6,1

## G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur <sup>1)</sup>

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE.

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



## 7.5 Échanges de biens

1. Valeurs et volumes par groupes de produits <sup>1)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :		
			Biens intermé- diaires	Biens d'équipe- ment	Biens de consom- mation	Biens intermé- diaires		Biens d'équipe- ment	Biens de consom- mation	Produits manufac- turés	Pétrole		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2012	7,6	1,8	1 880,6	934,2	386,5	516,8	1 522,8	1 794,1	1 152,0	243,4	373,0	1 092,8	360,8
2013	1,0	-3,1	1 896,0	932,3	384,7	532,1	1 536,8	1 737,2	1 097,4	235,9	373,5	1 075,6	336,7
2013 T2	1,8	-3,1	474,8	232,4	97,3	132,2	384,7	433,9	275,6	59,0	92,0	267,7	84,7
T3	0,2	-1,9	472,0	231,6	95,1	133,4	383,1	436,3	275,2	60,1	94,2	270,3	84,4
T4	1,0	-2,4	473,9	231,6	96,2	133,8	386,4	430,2	268,0	57,9	95,5	270,6	80,6
2014 T1	1,3	0,1	479,3	234,9	95,0	136,3	389,2	435,2	271,4	60,1	95,2	276,2	77,8
2013 Novembre	-1,9	-4,9	158,7	77,4	32,2	44,7	128,8	142,9	88,0	19,7	32,1	90,1	26,2
Décembre	3,8	1,1	156,8	76,1	31,6	44,2	128,2	142,1	88,3	18,8	31,7	89,5	26,4
2014 Janvier	1,2	-2,6	158,7	78,7	31,5	45,7	128,2	145,1	91,5	19,9	31,4	91,4	26,8
Février	3,4	0,3	160,7	79,2	31,8	45,7	131,4	145,5	90,2	20,2	32,0	92,9	25,2
Mars	-0,6	2,8	160,0	77,1	31,8	44,9	129,6	144,6	89,7	20,0	31,8	92,0	25,7
Avril	-1,5	-2,7	159,6	.	.	.	130,0	143,8	.	.	.	92,0	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2012	3,5	-3,2	111,9	110,2	117,1	111,7	111,9	99,5	100,8	98,0	96,8	99,2	99,6
2013	1,2	-0,6	113,2	111,2	115,6	114,8	113,0	98,9	100,0	95,1	97,0	98,4	98,2
2013 T2	1,6	-1,2	113,1	110,6	116,3	114,1	112,9	98,9	100,9	93,6	95,5	97,4	101,4
T3	1,7	1,8	113,2	111,2	114,2	115,3	113,0	99,4	100,2	97,2	97,8	99,1	98,1
T4	1,7	1,2	113,3	111,3	115,4	114,5	113,3	99,4	99,6	94,9	99,0	99,6	95,3
2014 T1	1,8	1,7	114,8	113,2	114,2	116,6	114,0	99,6	99,8	97,0	98,5	101,3	93,2
2013 Octobre	2,3	0,9	113,7	112,7	117,3	115,6	114,1	100,3	101,7	94,4	98,8	100,3	98,0
Novembre	-1,4	-1,4	114,0	111,6	116,2	114,8	113,4	99,3	98,3	98,1	99,9	99,8	94,7
Décembre	4,5	4,6	112,2	109,5	112,8	113,2	112,4	98,4	98,7	92,2	98,3	98,7	93,1
2014 Janvier	1,4	-1,2	113,7	113,6	113,4	116,8	112,4	99,8	100,8	97,9	97,3	100,8	96,4
Février	3,9	1,7	115,6	114,3	115,0	117,8	115,7	99,7	99,4	97,3	99,1	102,2	89,8
Mars	0,3	4,8	115,0	111,6	114,3	115,3	114,0	99,4	99,3	95,9	99,1	101,0	93,3

2. Prix <sup>2)</sup>

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production des produits industriels exportés (FAB) <sup>3)</sup>							Prix à l'importation des produits industriels (CAF)						
	Total (indice : 2010 = 100)	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total (indice : 2010 = 100)	Total				Produits manufac- turés		
		Biens intermé- diaires	Biens d'équipe- ment	Biens de consom- mation	Énergie			Biens intermé- diaires	Biens d'équipe- ment	Biens de consom- mation	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
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	8,0	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,4	-1,9	0,0	-5,5	-1,7
2013 T3	105,0	-1,4	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,6	-0,8	-5,3	-2,5
T4	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	106,8	-3,2	-3,1	-2,1	-0,8	-5,6	-2,3
2014 T1	104,1	-1,6	-1,8	-0,3	0,0	-9,2	-1,3	106,0	-3,6	-3,0	-2,3	-0,4	-7,3	-2,3
2013 Novembre	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,3	-8,3	-1,3	107,0	-3,2	-3,3	-1,9	-0,8	-5,9	-2,3
Décembre	104,2	-1,2	-2,0	-0,4	0,4	-4,6	-1,0	106,7	-2,7	-3,1	-1,8	-0,8	-4,2	-2,0
2014 Janvier	104,2	-1,4	-1,6	-0,2	0,0	-7,9	-1,1	106,4	-3,0	-2,7	-1,9	-0,3	-6,0	-2,0
Février	104,2	-1,5	-1,6	0,0	0,2	-11,0	-1,2	106,3	-3,4	-2,6	-1,8	-0,1	-7,7	-1,9
Mars	103,9	-1,8	-2,2	-0,5	-0,2	-8,8	-1,5	105,3	-4,2	-3,6	-3,1	-0,9	-8,2	-2,9
Avril	104,0	-1,3	-1,8	-0,6	-0,2	-3,4	-1,1	105,1	-3,1	-3,3	-3,4	-0,8	-4,1	-2,5

Source : Eurostat.

- 1) 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.
- 2) 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.
- 3) Les prix à la production des produits industriels importés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

## 7.5 Échanges de biens

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

### 3. Ventilation géographique

	Total	États membres de l'UE (hors zone euro)				Russie	Suisse	Turquie	États-Unis	Asie		Afrique	Amérique latine	Autres pays	
		Danemark	Suède	Royaume-Uni	Autres pays de l'UE					Chine	Japon				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportations (FAB)</b>															
2012	1 880,6	34,2	59,5	230,0	249,3	92,2	116,4	59,5	223,7	440,6	120,6	44,6	126,5	97,4	151,3
2013	1 896,0	35,2	59,4	239,3	254,8	88,7	110,7	60,3	221,4	443,8	122,0	43,9	130,2	97,6	154,4
2012 T4	469,3	8,6	14,5	58,1	61,7	23,2	28,5	15,2	53,8	110,9	29,0	11,2	32,5	24,7	37,7
2013 T1	475,2	8,8	14,6	58,1	62,8	23,6	28,0	15,5	55,4	110,8	29,5	11,0	34,4	24,7	38,5
T2	474,8	8,8	14,7	59,2	62,7	22,8	27,4	15,6	55,1	110,4	30,0	10,7	33,1	24,9	40,1
T3	472,0	8,9	15,0	60,0	64,2	21,6	27,8	14,7	55,4	110,2	31,2	11,1	31,7	24,6	38,0
T4	473,9	8,8	15,1	61,9	65,2	20,7	27,5	14,6	55,5	112,4	31,3	11,0	31,0	23,5	37,7
2014 T1	479,3	8,9	15,0	63,2	67,7	20,4	26,8	14,6	57,9	112,0	32,0	11,1	33,1	23,4	36,2
2013 Novembre	158,7	3,0	5,1	20,9	21,8	6,9	9,2	5,1	18,7	37,7	10,6	3,7	10,3	7,7	12,4
Décembre	156,8	2,9	4,9	20,4	21,4	6,7	8,8	4,7	18,2	37,4	10,3	3,7	10,5	7,6	13,3
2014 Janvier	158,7	3,1	5,1	20,8	22,8	7,0	9,3	5,0	18,7	37,1	10,7	3,9	10,6	7,8	11,3
Février	160,7	3,0	5,0	21,7	22,6	6,8	8,9	4,9	19,5	37,7	10,8	3,7	11,6	8,1	10,8
Mars	160,0	2,9	4,9	20,7	22,2	6,6	8,6	4,8	19,7	37,2	10,4	3,5	10,8	7,6	14,0
Avril	159,6	.	.	.	.	6,8	9,1	4,7	19,4	37,9	10,6	3,6	10,6	7,5	.
<i>part en pourcentage du total des exportations</i>															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,4	4,7	5,8	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,1	8,1
<b>Importations (CAF)</b>															
2012	1 794,1	29,0	53,1	167,4	232,7	144,8	82,3	34,5	151,2	540,6	214,3	49,2	157,5	89,8	111,2
2013	1 737,2	30,0	53,7	164,1	238,9	144,8	81,8	35,8	149,1	509,7	204,3	43,6	141,1	80,3	108,0
2012 T4	440,8	7,2	12,9	41,6	58,0	36,6	20,2	8,7	35,9	130,6	51,4	11,4	40,3	21,6	27,1
2013 T1	436,8	7,6	13,3	41,7	58,6	37,4	20,0	8,9	35,5	126,8	52,0	11,1	37,7	20,5	28,8
T2	433,9	7,4	13,5	41,1	58,8	35,6	20,6	8,8	37,3	127,9	50,5	10,9	36,3	20,0	26,6
T3	436,3	7,8	13,7	40,9	60,5	36,5	20,7	8,9	38,0	127,9	50,8	10,7	34,6	20,1	26,7
T4	430,2	7,3	13,2	40,4	61,0	35,3	20,4	9,1	38,3	127,0	51,0	10,9	32,5	19,7	25,9
2014 T1	435,2	7,5	13,4	40,5	62,3	35,1	21,1	9,2	37,0	129,5	53,3	10,6	32,5	19,4	27,7
2013 Novembre	142,9	2,4	4,5	13,5	20,5	11,4	6,8	3,1	12,9	41,8	16,9	3,6	10,5	6,4	9,2
Décembre	142,1	2,3	4,3	13,6	20,1	12,1	6,7	3,1	12,3	42,2	17,5	3,7	10,6	6,7	8,1
2014 Janvier	145,1	2,6	4,6	13,3	20,8	11,9	6,7	3,1	12,4	43,0	17,4	3,6	11,1	6,5	9,1
Février	145,5	2,5	4,4	13,5	20,9	11,6	7,1	3,0	12,5	42,7	17,8	3,5	10,7	6,3	10,2
Mars	144,6	2,4	4,5	13,7	20,6	11,6	7,2	3,1	12,2	43,9	18,2	3,5	10,7	6,5	8,4
Avril	143,8	.	.	.	.	11,8	7,1	3,1	12,3	41,5	17,2	3,4	10,4	6,6	.
<i>part en pourcentage du total des importations</i>															
2013	100,0	1,7	3,1	9,4	13,8	8,3	4,7	2,1	8,6	29,3	11,8	2,5	8,1	4,6	6,2
<b>Solde</b>															
2012	86,5	5,2	6,4	62,6	16,7	-52,7	34,1	25,0	72,5	-100,0	-93,6	-4,6	-31,1	7,6	40,1
2013	158,8	5,2	5,8	75,2	15,9	-56,1	29,0	24,5	72,4	-65,9	-82,2	0,3	-10,9	17,3	46,3
2012 T4	28,4	1,4	1,6	16,5	3,6	-13,5	8,3	6,4	17,9	-19,7	-22,4	-0,2	-7,8	3,1	10,6
2013 T1	38,4	1,2	1,3	16,4	4,2	-13,8	8,0	6,6	19,9	-16,1	-22,4	0,0	-3,3	4,2	9,8
T2	40,9	1,4	1,2	18,1	3,9	-12,8	6,9	6,8	17,8	-17,5	-20,5	-0,2	-3,2	4,8	13,4
T3	35,7	1,1	1,3	19,2	3,7	-14,9	7,1	5,7	17,4	-17,8	-19,6	0,5	-2,9	4,5	11,3
T4	43,7	1,5	1,9	21,5	4,2	-14,6	7,0	5,4	17,2	-14,6	-19,7	0,1	-1,5	3,8	11,8
2014 T1	44,1	1,4	1,6	22,7	5,3	-14,7	5,7	5,5	20,9	-17,5	-21,4	0,4	0,6	4,1	8,5
2013 Novembre	15,9	0,6	0,6	7,5	1,3	-4,5	2,4	2,0	5,8	-4,1	-6,3	0,1	-0,2	1,2	3,2
Décembre	14,7	0,5	0,6	6,7	1,3	-5,4	2,1	1,6	5,9	-4,8	-7,2	0,0	-0,1	1,0	5,2
2014 Janvier	13,6	0,5	0,5	7,5	2,0	-4,9	2,6	1,9	6,4	-5,9	-6,6	0,3	-0,5	1,2	2,2
Février	15,1	0,4	0,6	8,2	1,7	-4,8	1,8	1,9	7,0	-5,0	-7,0	0,2	0,9	1,8	0,6
Mars	15,4	0,5	0,5	7,0	1,6	-5,0	1,4	1,7	7,5	-6,7	-7,8	-0,1	0,2	1,0	5,7
Avril	15,8	.	.	.	.	-4,9	1,9	1,6	7,1	-3,6	-6,6	0,2	0,2	0,9	.

Source : Eurostat.

## TAUX DE CHANGE

### 8.1 Taux de change effectifs <sup>1)</sup>

(valeurs moyennes sur la période ; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-39		
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM <sup>2)</sup> )	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	103,4	100,7	97,5	95,0	106,2	96,8	112,2	97,7	
2012	97,9	95,6	93,2	89,8	101,1	91,6	107,1	92,9	
2013	101,7	98,9	96,7	93,4	103,6	93,8	112,0	96,2	
2013 T2	100,8	98,3	96,0	93,1	104,3	94,5	110,6	95,0	
T3	101,9	99,2	96,9	93,5	104,9	95,2	112,9	96,8	
T4	103,1	100,0	97,8	94,3	100,1	91,0	114,7	97,8	
2014 T1	103,9	100,7	98,2	95,5	102,4	93,3	116,6	99,1	
T2	103,8	100,1	98,2	-	-	-	116,0	97,9	
2013 Juin	101,6	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,1	
Juillet	101,5	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,2	
Août	102,2	99,5	97,1	-	-	-	113,4	97,3	
Septembre	102,0	99,1	96,9	-	-	-	113,3	97,0	
Octobre	102,8	99,7	97,6	-	-	-	114,2	97,4	
Novembre	102,6	99,5	97,4	-	-	-	114,2	97,3	
Décembre	103,9	100,7	98,5	-	-	-	115,8	98,6	
2014 Janvier	103,4	100,3	97,8	-	-	-	115,9	98,6	
Février	103,6	100,4	97,9	-	-	-	116,3	98,9	
Mars	104,6	101,3	98,9	-	-	-	117,5	99,6	
Avril	104,5	101,0	98,8	-	-	-	117,0	99,0	
Mai	103,8	100,1	98,3	-	-	-	116,1	97,8	
Juin	103,0	99,1	97,6	-	-	-	115,1	96,8	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>								
2014 Juin	-0,8	-1,0	-0,8	-	-	-	-0,8	-1,0	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>								
2014 Juin	1,4	0,2	1,1	-	-	-	2,8	0,7	

### G39 Taux de change effectifs

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

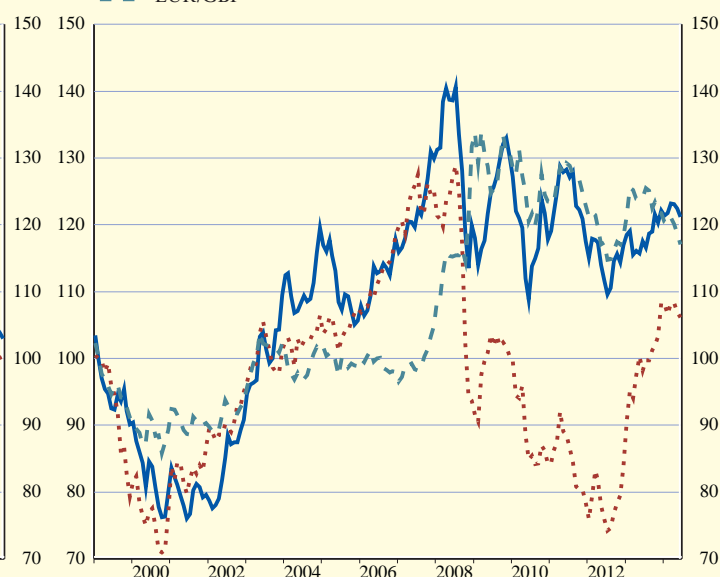
— TCE-20 nominal  
 - - - TCE-20 réel déflaté de l'IPC



### G40 Taux de change bilatéraux

(moyennes mensuelles ; indice : T1 1999 = 100)

— EUR/USD  
 - - - EUR/JPY  
 - - - EUR/GBP



Source : BCE.

- 1) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales.
- 2) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-19 de partenaires commerciaux.

## 8.2 Taux de change bilatéraux

(valeurs moyennes sur la période ; unités de monnaie nationale pour 1 euro)

	Lev bulgare	Couronne tchèque	Couronne danoise	Kuna croate	Litas lituanien	Forint hongrois	Zloty polonais	Nouveau leu roumain	Couronne suédoise	Livre sterling	Nouvelle livre turque
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 T4	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2014 T1	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
2014 T2	1,9558	27,446	7,4628	7,5992	3,4528	305,91	4,1665	4,4256	9,0517	0,81471	2,8972
2013 Décembre	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 Janvier	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
Février	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
Mars	1,9558	27,395	7,4638	7,6576	3,4528	311,49	4,1987	4,4933	8,8666	0,83170	3,0629
Avril	1,9558	27,450	7,4656	7,6267	3,4528	307,37	4,1853	4,4620	9,0329	0,82520	2,9393
Mai	1,9558	27,437	7,4641	7,5952	3,4528	304,58	4,1800	4,4237	9,0298	0,81535	2,8736
Juin	1,9558	27,450	7,4588	7,5770	3,4528	305,87	4,1352	4,3930	9,0914	0,80409	2,8808
variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2014 Juin	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,4	-1,1	-0,7	0,7	-1,4	0,3
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2014 Juin	0,0	6,6	0,0	1,2	0,0	3,4	-3,5	-1,9	4,7	-5,6	15,1
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Roupie indienne	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12 045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13 857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 T4	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15 682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2014 T1	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16 179,21	4,7892	140,80	4,5184	
2014 T2	1,4699	3,0583	1,4950	8,5438	10,6297	81,9776	15 935,34	4,7517	140,00	4,4352	
2013 Décembre	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16 455,73	4,8019	141,68	4,4517	
2014 Janvier	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16 471,94	4,7569	141,47	4,5005	
Février	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16 270,18	4,8043	139,35	4,5194	
Mars	1,5217	3,2187	1,5352	8,5332	10,7283	84,2990	15 785,89	4,8087	141,48	4,5361	
Avril	1,4831	3,0864	1,5181	8,5984	10,7107	83,3624	15 801,66	4,8010	141,62	4,4989	
Mai	1,4755	3,0512	1,4951	8,5658	10,6456	81,4318	15 830,12	4,7600	139,74	4,4337	
Juin	1,4517	3,0388	1,4728	8,4698	10,5365	81,2046	16 167,87	4,6966	138,72	4,3760	
variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2014 Juin	-1,6	-0,4	-1,5	-1,1	-1,0	-0,3	2,1	-1,3	-0,7	-1,3	
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2014 Juin	3,9	6,2	8,3	4,7	2,9	5,4	24,1	-1,9	8,0	5,5	
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des Etats-Unis
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1 447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1 453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 T4	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1 445,53	1,2294	43,151	1,3610
2014 T1	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1 465,34	1,2237	44,722	1,3696
2014 T2	17,8171	1,5923	8,2049	60,464	47,9415	1,7178	14,4616	1 410,80	1,2192	44,510	1,3711
2013 Décembre	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1 446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 Janvier	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1 453,94	1,2317	44,822	1,3610
Février	18,1561	1,6466	8,3562	61,238	48,2554	1,7295	14,9820	1 462,51	1,2212	44,568	1,3659
Mars	18,2447	1,6199	8,2906	61,901	49,9477	1,7513	14,8613	1 479,99	1,2177	44,765	1,3823
Avril	18,0485	1,6049	8,2506	61,646	49,2978	1,7345	14,5815	1 441,28	1,2189	44,657	1,3813
Mai	17,7620	1,5957	8,1513	60,258	47,8403	1,7189	14,2995	1 407,13	1,2204	44,686	1,3732
Juin	17,6516	1,5769	8,2149	59,543	46,7509	1,7008	14,5094	1 385,45	1,2181	44,195	1,3592
variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2014 Juin	-0,6	-1,2	0,8	-1,2	-2,3	-1,1	1,5	-1,5	-0,2	-1,1	-1,0
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2014 Juin	3,4	-5,5	6,1	5,1	9,6	2,4	9,8	-7,5	-1,1	8,7	3,1

Source : BCE.



## ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

### 9.1 Évolutions économiques et financières dans les autres États membres de l'UE (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Bulgarie	République tchèque	Danemark	Croatie	Lituanie	Hongrie	Pologne	Roumanie	Suède	Royaume-Uni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IPCH</b>										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 T4	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2014 T1	-1,8	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	1,3	0,0	1,8
2014 Mars	-2,0	0,3	0,2	-0,1	0,4	0,2	0,6	1,3	-0,4	1,6
2014 Avril	-1,3	0,2	0,5	-0,1	0,3	-0,2	0,3	1,6	0,3	1,8
2014 Mai	-1,8	0,5	0,3	0,4	0,1	0,0	0,3	1,3	0,1	1,5
<b>Déficit (-)/excédent public (+) en pourcentage du PIB</b>										
2011	-2,0	-3,2	-1,9	-7,8	-5,5	4,3	-5,1	-5,5	0,2	-7,6
2012	-0,8	-4,2	-3,8	-5,0	-3,2	-2,1	-3,9	-3,0	-0,6	-6,1
2013	-1,5	1,5	-0,8	-4,9	-2,2	-2,2	-4,3	-2,3	-1,1	-5,8
<b>Dettes publique brute en pourcentage du PIB</b>										
2011	16,3	41,4	46,4	52,0	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,4	46,2	45,4	55,9	40,5	79,8	55,6	38,0	38,3	89,1
2013	18,9	46,0	44,5	67,1	39,4	79,2	57,0	38,4	40,6	90,6
<b>Rendement des emprunts publics à long terme en pourcentage annuel ; moyenne sur la période</b>										
2013 Décembre	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
2014 Janvier	3,56	2,43	1,86	5,11	3,42	5,60	4,42	5,22	2,37	2,48
2014 Février	3,58	2,28	1,67	4,78	3,33	6,03	4,47	5,35	2,23	2,37
2014 Mars	3,54	2,20	1,61	4,51	3,33	5,83	4,25	5,31	2,16	2,34
2014 Avril	3,44	2,00	1,57	4,41	3,26	5,56	4,10	5,15	2,06	2,30
2014 Mai	3,18	1,73	1,47	4,31	2,98	5,01	3,80	4,72	1,88	2,27
<b>Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période</b>										
2013 Décembre	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
2014 Janvier	0,96	0,37	0,28	0,95	0,41	2,99	2,70	1,88	0,95	0,52
2014 Février	0,89	0,37	0,27	0,88	0,41	2,99	2,71	3,29	0,94	0,52
2014 Mars	0,83	0,37	0,29	0,86	0,41	3,24	2,71	2,83	0,93	0,52
2014 Avril	0,83	0,37	0,31	0,83	0,41	2,94	2,72	2,74	0,91	0,53
2014 Mai	0,83	0,37	0,35	0,87	0,41	2,55	2,72	2,62	0,92	0,53
<b>PIB en volume</b>										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-2,2	3,7	-1,7	2,0	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-0,9	3,3	1,1	1,6	3,5	1,6	1,7
2013 T3	0,9	-1,0	0,7	-0,4	2,4	1,8	2,0	4,2	0,6	1,8
2013 T4	1,2	1,1	0,7	-0,6	3,4	2,9	2,5	5,1	3,0	2,7
2014 T1	1,2	2,5	1,5	-0,6	3,0	3,2	3,5	4,0	1,8	3,1
<b>Solde du compte de transactions courantes et du compte de capital en pourcentage du PIB</b>										
2012	0,5	0,0	6,0	0,2	2,0	3,5	-1,5	-3,0	5,8	-3,6
2013	3,1	0,5	7,4	1,3	3,7	6,8	1,0	1,2	6,2	-4,1
2013 T3	11,5	1,2	8,7	25,1	3,0	7,3	0,2	1,2	6,8	-6,1
2013 T4	-2,7	1,1	8,8	-6,7	3,8	8,5	1,1	0,5	5,2	-4,9
2014 T1	1,6	10,0	4,1	-16,0	2,6	7,0	0,8	5,2	6,8	.
<b>Dettes extérieure brute en pourcentage du PIB</b>										
2012	94,6	62,0	181,8	102,7	75,4	129,6	71,0	75,3	191,2	390,6
2013	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	354,4
2013 T2	93,9	64,6	174,4	103,0	69,5	122,9	72,8	71,9	197,4	363,4
2013 T3	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	354,4
2014 T1	95,2	70,1	172,1	107,5	70,6	123,1	69,4	65,4	202,8	.
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre</b>										
2012	4,4	3,3	1,5	-0,2	1,9	2,5	1,5	4,5	2,9	2,6
2013	5,2	-0,1	1,1	1,4	3,8	3,9	0,1	2,5	0,8	1,3
2013 T3	3,8	1,4	0,9	0,1	4,9	3,5	0,3	1,4	1,4	2,0
2013 T4	1,9	.	0,8	1,8	2,7	3,3	-3,8	0,9	-0,8	.
2014 T1	1,4	.	0,2	-5,5	4,5	3,0	.	1,3	1,1	.
<b>Taux de chômage standardisé en pourcentage de la population active (cvs)</b>										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,2	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	7,5
2013 T4	12,9	6,7	6,8	17,4	11,2	9,2	10,0	7,3	8,0	7,1
2014 T1	12,3	6,6	6,8	17,2	11,6	8,0	9,9	7,2	8,1	6,7
2014 Mars	12,1	6,6	6,5	17,1	11,7	7,9	9,8	7,2	8,0	6,6
2014 Avril	11,9	6,4	6,5	16,6	11,2	7,9	9,7	7,1	8,1	.
2014 Mai	11,9	6,3	6,5	16,3	11,0	.	9,6	7,3	7,8	.

Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

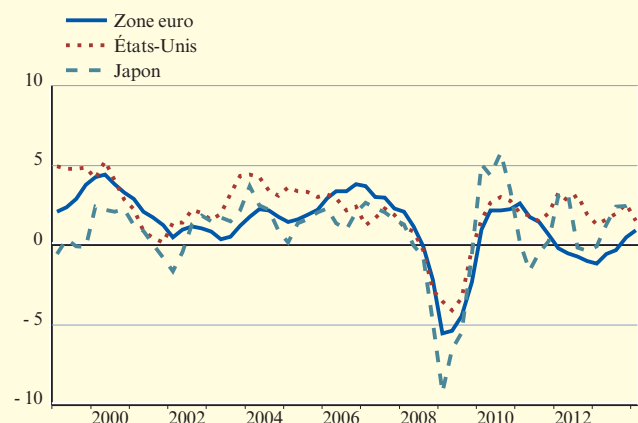
## 9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup>	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) <sup>2)</sup>	Agrégat monétaire large <sup>3)</sup>	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois <sup>4)</sup>	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans <sup>4)</sup> ; fin de période	Taux de change <sup>5)</sup> des monnaies nationales pour un euro	Déficit (-)/excédent (+) public (en % du PIB)	Dettes publiques <sup>6)</sup> (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	1,1	1,9	2,9	7,4	6,8	0,27	3,27	1,3281	-6,4	88,2
2013 T2	1,4	2,0	1,6	2,7	7,5	7,1	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
T3	1,6	1,9	2,0	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-7,0	86,9
T4	1,2	-1,1	2,6	3,2	7,0	6,1	0,24	3,27	1,3610	-5,7	88,2
2014 T1	1,4	1,2	1,5	2,5	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-6,1	.
T2	.	.	.	.	.	.	0,23	2,74	1,3711	.	.
2014 Février	1,1	-	-	2,6	6,7	6,4	0,24	2,90	1,3659	-	-
Mars	1,5	-	-	3,3	6,7	6,0	0,23	2,97	1,3823	-	-
Avril	2,0	-	-	3,4	6,3	6,2	0,23	2,87	1,3813	-	-
Mai	2,1	-	-	3,9	6,3	6,6	0,23	2,69	1,3732	-	-
Juin	.	-	-	.	.	.	0,23	2,74	1,3592	-	-
Japon											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,3	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,5	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	.	.
2013 T2	-0,3	-0,6	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
T3	0,9	-1,9	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
T4	1,4	-1,0	2,4	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2014 T1	1,5	.	2,8	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
T2	.	.	.	.	.	.	0,13	0,72	140,00	.	.
2014 Février	1,5	-	-	7,1	3,6	4,0	0,14	0,81	139,35	-	-
Mars	1,6	-	-	7,4	3,6	3,6	0,14	0,84	141,48	-	-
Avril	3,4	-	-	3,8	3,6	3,5	0,14	0,81	141,62	-	-
Mai	3,7	-	-	0,8	3,5	3,3	0,14	0,75	139,74	-	-
Juin	.	-	-	.	.	.	0,13	0,72	138,72	-	-

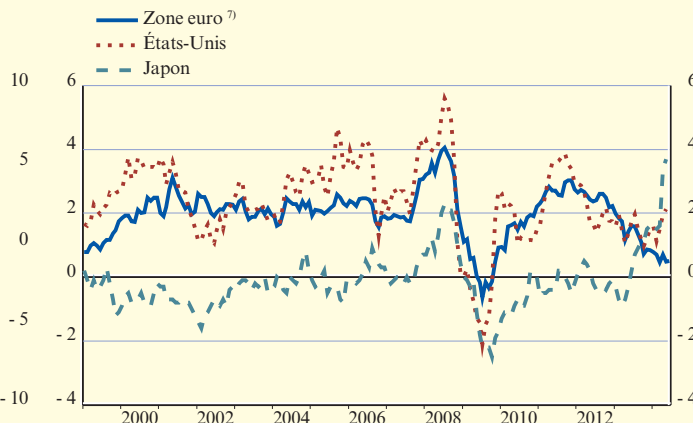
### G41 PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



### G42 Indices des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Données nationales (colonnes 1, 2 (États-Unis), 3, 4, 5 (États-Unis), 6, 9 et 10) ; OCDE (colonne 2 (Japon)) ; Eurostat (colonne 5 (Japon), données figurant sur le graphique relatives à la zone euro) ; Thomson Reuters (colonnes 7 et 8) ; calculs de la BCE (colonne 11).

- 1) Corrigés des variations saisonnières. Les données relatives aux États-Unis concernent le secteur privé marchand non agricole.
- 2) Les données japonaises de mars à août 2011 comprennent des estimations pour les trois préfectures les plus touchées par le séisme. La collecte des données a été rétablie à partir de septembre 2011.
- 3) Moyennes pour la période considérée, M2 pour les États-Unis, M2 et certificats de dépôt pour le Japon.
- 4) En pourcentage annuel. Pour plus de précisions concernant le taux des dépôts interbancaires à 3 mois, cf. la section 4.6.
- 5) Pour de plus amples informations, cf. la section 8.2.
- 6) La dette des administrations publiques comprend les dépôts, les titres autres que des actions et les prêts en cours en valeur nominale et consolidée au sein du secteur des administrations publiques (fin de période).
- 7) Les données relatives à l'IPC reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.



## LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Dépôts des sociétés d'assurance et des fonds de pension	S17
G10	Dépôts des autres intermédiaires financiers	S17
G11	Dépôts des sociétés non financières	S18
G12	Dépôts des ménages	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S35
G16	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S37
G17	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G18	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S39
G19	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
G20	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S41
G21	Nouveaux dépôts à terme	S43
G22	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S43
G23	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S44
G24	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S44
G25	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S45
G26	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S45
G27	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S46
G28	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S55
G29	Chômage et taux d'emplois vacants	S55
G30	Déficit, besoin de financement et variation de la dette	S60
G31	Dette au sens de Maastricht	S60
G32	Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes	S61
G33	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S61
G34	Balance des paiements de la zone euro : biens	S62
G35	Balance des paiements de la zone euro : services	S62
G36	Position extérieure de la zone euro	S65
G37	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S65
G38	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S70
G39	Taux de change effectifs	S73
G40	Taux de change bilatéraux	S73
G41	PIB en volume	S76
G42	Indices des prix à la consommation	S76







## NOTES TECHNIQUES

### VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est calculé comme suit :

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où  $I_t$  est l'indice des encours corrigés à partir du mois  $t$  (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois  $t$ , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SECTION 1.3

#### CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre  $D$  de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont  $R_{1,MRO}$  (sur  $D_1$  jours),  $R_{2,MRO}$  (sur  $D_2$  jours), etc., jusqu'à  $R_{i,MRO}$  (sur  $D_i$  jours), où  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$ , le taux annualisé applicable ( $R_{LTRO}$ ) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### SECTIONS 2.1 À 2.6

#### CALCUL DES FLUX

Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

Si  $L_t$  représente l'encours à la fin du mois  $t$ ,  $C_t^M$  l'ajustement lié aux reclassements pour le mois  $t$ ,  $E_t^M$  l'ajustement de taux de change et  $V_t^M$  les ajustements liés aux autres effets de valorisation, le flux  $F_t^M$  pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

De la même manière, le flux trimestriel  $F_t^Q$  pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est défini comme suit :

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

où  $L_{t-3}$  représente l'encours à la fin du mois  $t - 3$  (correspondant à la fin du trimestre précédent) et, par exemple,  $C_t^Q$  l'ajustement lié aux reclassements pour le trimestre se terminant le mois  $t$ .

En ce qui concerne les séries trimestrielles pour lesquelles les observations mensuelles sont désormais disponibles (cf. ci-après), le flux trimestriel peut être calculé comme la somme des trois flux mensuels du trimestre.

### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES MENSUELLES

Les taux de croissance peuvent être calculés à partir des flux ou à partir de l'indice des encours corrigés. Si  $F_t^M$  et  $L_t$  sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

L'indice de base (pour les séries non désaisonnalisées) actuellement retenu est de 100 à décembre 2010. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels  $a_t$  relatifs au mois  $t$ , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois  $t$ , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en h) en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule h). Par exemple, la variation mensuelle  $a_t^M$  peut être calculée comme suit :

$$i) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , où  $a_t$  est défini comme dans g) ou h) ci-dessus.

### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si  $F_t^Q$  et  $L_{t-3}$  sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le trimestre s'achevant le mois  $t$  est défini comme suit :

$$j) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois  $t$  (c'est-à-dire  $a_t$ ) peuvent être calculés à l'aide de la formule h).

### DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO <sup>1</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA <sup>2</sup>. La désaisonnalisation peut également comporter une correction en fonction du jour de la semaine et, pour certaines séries, elle s'effectue de manière indirecte par une combinaison linéaire de composantes. C'est le cas de M3, calculé par agrégation des séries corrigées des variations saisonnières de M1, M2 moins M1 et M3 moins M2.

Les procédures de désaisonnalisation sont d'abord appliquées à l'indice des encours corrigés <sup>3</sup>. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours et aux ajustements liés aux reclassements et aux réévaluations, qui, à leur tour, permettent d'obtenir des flux corrigés des variations saisonnières. Les coefficients saisonniers (et de jour ouvré) sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

### SECTIONS 3.1 À 3.5

#### ÉGALITÉ DES EMPLOIS ET RESSOURCES

Dans la section 3.1, les données respectent une identité comptable élémentaire. En ce qui concerne les opérations non financières, le total des emplois est égal au total des ressources pour chaque catégorie de transaction. Cette identité comptable se reflète également dans le compte financier, ce qui signifie que pour chaque catégorie d'instrument financier, le total des opérations sur actifs financiers est égal au total des opérations sur passifs. En ce qui concerne le compte des autres changements d'actifs et les comptes de patrimoine, le total des actifs financiers est égal au total des passifs pour chaque catégorie d'instrument financier, à l'exception de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux qui, par définition, ne sont un engagement pour aucun secteur.

1 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu))

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2010) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

## CALCUL DES SOLDES COMPTABLES

Les soldes comptables figurant à la fin de chaque compte dans les sections 3.1 et 3.2 sont calculés comme suit :

Le solde commercial est égal aux importations moins les exportations de biens et services de la zone euro avec le reste du monde.

L'excédent net d'exploitation et le revenu mixte sont définis seulement pour les secteurs résidents et sont calculés comme la valeur ajoutée brute (produit intérieur brut aux prix du marché pour la zone euro) moins la rémunération des salariés (emplois), moins les autres taxes nettes de subventions à la production (emplois) moins la consommation de capital fixe (emplois).

Le revenu national net est défini seulement pour les secteurs résidents et est calculé comme l'excédent net d'exploitation et le revenu mixte plus la rémunération des salariés (ressources) plus les taxes nettes de subventions à la production (ressources) plus les revenus nets de la propriété (ressources moins emplois).

Le revenu disponible net est également défini uniquement pour les secteurs résidents et est égal au revenu national net plus les impôts courants nets sur le revenu et le patrimoine (ressources moins emplois) plus les cotisations sociales nettes (ressources moins emplois) plus les prestations sociales nettes autres que les transferts en nature (ressources moins emplois) plus les autres transferts courants nets (ressources moins emplois).

L'épargne nette est définie pour les secteurs résidents et est calculée comme le revenu net disponible augmenté des ajustements nets des variations des droits nets des ménages sur les fonds de pension (ressources moins emplois) et diminué des dépenses de consommation finale (emplois). Pour le reste du monde, le compte extérieur courant est calculé comme le solde commercial plus l'ensemble des revenus nets (ressources moins emplois).

La capacité nette ou le besoin net de financement est calculé à partir du compte de capital comme l'épargne nette plus les transferts de capitaux nets (ressources moins emplois) moins la formation brute de capital (emplois) moins les acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits (emplois) plus la consommation de capital fixe (ressources). Elle peut aussi être calculée dans le compte financier comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs [également dites variations de la valeur nette (patrimoine) imputables aux transactions]. Pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, il existe une différence statistique entre les soldes comptables calculés à partir du compte de capital ou du compte financier.

Les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des transactions sur actifs financiers moins le total des transactions sur passifs, tandis que les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont calculées comme le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations des passifs.

La valeur financière nette (patrimoine) est calculée comme le total des actifs financiers moins le total des passifs, tandis que les variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont égales à la somme des variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions (capacité ou besoin net de financement du compte financier) et des autres variations de la valeur financière nette (patrimoine).

Les variations de la valeur nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts de capitaux plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) et les autres variations des actifs non financiers.

La valeur nette (patrimoine) des ménages est calculée comme la somme des actifs non financiers et de la valeur financière nette (patrimoine) des ménages.

#### SECTIONS 4.3 ET 4.4

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE DES TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIONS COTÉES

Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Ils peuvent être calculés à partir des transactions ou de l'indice des encours corrigés. Si  $N_t^M$  représente les transactions (émissions nettes) pour le mois  $t$  et  $L_t$  l'encours à la fin du mois  $t$ , l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$k) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base retenue est décembre 2008 = 100. Les taux de croissance  $a_t$  pour le mois  $t$ , c'est-à-dire la variation au cours des douze mois s'achevant le mois  $t$ , peuvent être calculés à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$l) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

La méthode de calcul des taux de croissance pour les titres autres que les actions est la même que celle retenue pour les agrégats monétaires, la seule différence étant que l'on utilise « N » au lieu de « F ». Cela permet de montrer que la méthode utilisée pour obtenir les « émissions nettes » dans le cadre des statistiques relatives aux émissions de titres est différente de celle utilisée pour calculer les « flux » équivalents pour les agrégats monétaires.

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est calculé comme suit :

$$n) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où  $I_t$  représente l'indice des encours corrigés à partir du mois  $t$ . De même, pour l'année se terminant le mois  $t$ , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$o) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formule de calcul retenue pour la section 4.3 est également utilisée pour la section 4.4 et s'appuie aussi sur celle utilisée pour les agrégats monétaires. La section 4.4 prend en considération des valeurs de marché et le calcul s'effectue à partir des transactions financières, après exclusion des reclassements, des effets de valorisation et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les variations de taux de change ne sont pas incluses, dans la mesure où toutes les actions cotées couvertes sont libellées en euros.

#### DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES RELATIVES AUX ÉMISSIONS DE TITRES <sup>4</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance  $a_t$  pour le mois  $t$ , c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois  $t$ , peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$p) a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TABLEAU I DE LA SECTION 5.1

#### DÉSAISONNALISATION DE L'IPCH <sup>4</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA (cf. la note de bas de page n° 2 figurant à la page S81). La désaisonnalisation de l'IPCH global de la zone euro est effectuée de manière indirecte, par agrégation des séries désaisonnalisées pour la zone euro relatives aux produits alimentaires transformés, aux produits alimentaires non transformés, aux produits manufacturés hors énergie et aux services. On y ajoute l'énergie en données non corrigées, dans la mesure où les statistiques ne font pas ressortir de caractère saisonnier en ce qui concerne ce poste. Les coefficients saisonniers sont révisés tous les ans ou chaque fois que cela est nécessaire.

<sup>4</sup> Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu))

**TABLEAU 2 DE LA SECTION 7.1****DÉSAISONNALISATION DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ou TRAMO-SEATS selon la rubrique. Les données à l'état brut relatives aux biens et services, aux revenus et aux transferts courants sont précorrignées pour prendre en compte les effets de « jour ouvré » significatifs. Pour les biens et les services, la correction en fonction du facteur « jour ouvré » tient compte des jours fériés nationaux. La désaisonnalisation de ces rubriques est effectuée à l'aide de ces séries précorrignées. La désaisonnalisation du compte de transactions courantes dans son ensemble s'effectue par agrégation des séries désaisonnalisées relatives aux biens, services, revenus et transferts courants. Les coefficients saisonniers (et relatifs aux jours ouvrés) sont révisés tous les semestres ou chaque fois que cela est nécessaire.

**SECTION 7.3****CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES ET ANNUELLES**

Le taux de croissance relatif au trimestre  $t$  est calculé à partir des flux trimestriels ( $F_t$ ) et des encours ( $L_t$ ) comme suit :

$$r) a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.







## NOTES GÉNÉRALES

La partie *Euro area statistics* (Statistiques de la zone euro) du *Bulletin mensuel* traite les données relatives à l'ensemble de la zone. Des séries de données plus détaillées et plus longues, comprenant d'autres notes explicatives, peuvent être consultées à la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Elle permet d'accéder aux données sous la rubrique *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) qui comprend des fonctions de recherche et de téléchargement. D'autres services disponibles sous la rubrique *Data Services* (Services de données) incluent l'abonnement aux différentes séries de données et un référentiel des fichiers csv compressés. Pour de plus amples informations, contacter : [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

En règle générale, la date d'arrêté des statistiques figurant dans le *Bulletin mensuel* est celle du jour qui précède la première réunion du mois du Conseil des gouverneurs de la BCE, soit le 2 juillet 2014 pour la présente publication.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données ont trait au groupe des dix-huit pays membres de la zone euro (Euro 18) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires, l'IPCH et les avoirs de réserve (et, pour des raisons de cohérence, les composantes et contreparties de M3 et les composantes de l'IPCH), les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

La composition de la zone euro a changé à plusieurs reprises au cours du temps. Lors de l'introduction de l'Euro en 1999, la zone euro était composée des onze pays suivants (l'Euro 11) : Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande. La Grèce a rejoint la zone euro en 2001, formant l'Euro 12, devenu l'Euro 13 avec l'entrée de la Slovénie en 2007, l'Euro 15 avec celles de Chypre et de Malte en 2008, l'Euro 16 avec celle de la Slovaquie en 2009 et l'Euro 17 avec celle de l'Estonie en 2011. La Lettonie a rejoint la zone euro en 2014, portant à dix-huit le nombre de pays participants. À compter d'octobre 2012, les statistiques de la zone euro recouvrent également le Mécanisme européen de stabilité, organisation internationale résidente de la zone euro pour les besoins statistiques.

### SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION FIXE

Les séries statistiques agrégées correspondant à des compositions fixes de la zone euro se rapportent à une composition fixe donnée pour l'ensemble de la série chronologique, indépendamment de la composition au moment de chaque observation. Par exemple, les séries agrégées sont calculées pour l'Euro 18 pour toutes les années, bien que la zone n'existe dans cette composition que depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014. Sauf indication contraire, les séries statistiques du *Bulletin mensuel* de la BCE se rapportent à la composition en vigueur au moment de la publication.

### SÉRIES DE LA ZONE EURO AVEC UNE COMPOSITION CHANGEANTE

Les séries statistiques agrégées avec une composition changeante tiennent compte de la composition de la zone euro au moment de chaque observation. Par exemple, les séries statistiques agrégées reflétant les modifications de la composition de la zone euro sont constituées par les données relatives à l'Euro 11 sur la période s'achevant fin 2000, par les données relatives à l'Euro 12 sur la période allant de 2001 à fin 2006, et ainsi de suite. Avec cette approche, chaque série statistique recouvre la totalité des différentes compositions de la zone euro.

Pour l'IPCH, ainsi que pour les statistiques fondées sur le bilan du secteur des IFM (« statistiques monétaires »), les taux de variation sont calculés à partir d'indices chaînés, la nouvelle composition étant introduite par le facteur de chaînage au moment de l'élargissement. Par conséquent, si un pays rejoint la zone euro en janvier d'une année donnée, les facteurs contribuant aux indices chaînés se rapportent à la composition de la zone jusqu'à décembre inclus de l'année précédente, et ensuite à sa composition élargie. Pour plus de précisions sur les statistiques monétaires, cf. le *Manual on MFI balance sheet statistics* qui peut être consulté à la partie *Statistics* du site internet de la BCE.

Étant donné que la composition de l'unité de compte européenne (écu) ne coïncide pas avec les anciennes monnaies des pays ayant adopté l'euro, les chiffres antérieurs à 1999, exprimés initialement dans les monnaies participantes et convertis en écus aux taux de change du moment, sont affectés par le comportement des monnaies des États membres de l'UE n'ayant pas adopté l'euro. Pour éviter l'incidence de cet écart sur les statistiques monétaires, les données antérieures à 1999<sup>1</sup> sont exprimées en unités converties à partir des monnaies nationales aux taux de change irrévocables de l'Euro fixés le 31 décembre 1998. Sauf indication contraire, les statistiques de prix et de coûts antérieures à 1999 sont calculées à partir de données exprimées en termes de monnaie nationale.

Des méthodes d'agrégation et/ou de consolidation (notamment la consolidation entre les différents pays) ont été utilisées lorsque cela s'est révélé approprié.

Les données récentes sont souvent provisoires et sujettes à révision. Des différences entre le total et la somme des composantes peuvent apparaître en raison des écarts d'arrondis.

Le groupe des « Autres États membres de l'UE » comprend la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Suède et le Royaume-Uni.

Dans la plupart des cas, la terminologie utilisée dans les tableaux correspond aux normes internationales, telles que figurant dans le Système européen de comptes 1995 et dans le Manuel de la balance des paiements du FMI. Les flux désignent les échanges volontaires (mesurés directement ou indirectement), tandis que les flux au sens large recouvrent également les variations des encours liées aux évolutions des prix et des taux de change, aux abandons de créances et autres changements.

## VUE D'ENSEMBLE

Les évolutions des principaux indicateurs pour la zone euro sont retracées dans un tableau synthétique.

## STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La section 1.4 présente les statistiques relatives aux réserves obligatoires et aux facteurs de la liquidité. Les périodes de constitution des réserves obligatoires débutent chaque mois le jour du règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs, à l'ordre du jour de laquelle figure l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. Elles

<sup>1</sup> Les données relatives aux statistiques monétaires incluses dans les sections 2.1 à 2.8 portant sur les périodes antérieures à janvier 1999 peuvent être consultées sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html> et dans le SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

s'achèvent le jour précédant la date de règlement correspondante du mois suivant. Les observations annuelles/trimestrielles se rapportent aux moyennes de la dernière période de constitution de l'année/du trimestre.

Le tableau 1 de la section 1.4 présente les composantes de l'assiette des réserves des établissements de crédit astreints au régime des réserves obligatoires. Les engagements vis-à-vis d'autres établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Lorsqu'un établissement de crédit ne peut justifier du montant des engagements sous la forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les établissements précités, il peut déduire de l'assiette de ses réserves un certain pourcentage de ces engagements. Le pourcentage de déduction appliqué sur les encours de ces titres inclus dans l'assiette des réserves était de 10 % jusqu'en novembre 1999 et s'élève depuis à 30 %.

Le tableau 2 de la section 1.4 contient les données moyennes relatives aux périodes de constitution achevées. Tout d'abord, le montant des réserves obligatoires que doit constituer chaque établissement de crédit est calculé en appliquant au montant des engagements assujettis les taux de réserves définis pour les catégories d'engagements correspondantes, à partir des données de bilan de la fin de chaque mois de calendrier. Ensuite, chaque établissement de crédit déduit de ce chiffre un abattement forfaitaire de 100 000 euros. Les montants de réserves obligatoires sont ensuite agrégés au niveau de la zone euro (colonne 1). Les avoirs en compte courant (colonne 2) sont la moyenne des avoirs quotidiens de réserves agrégés des établissements de crédit, y compris ceux servant à satisfaire à l'obligation de réserves. Les excédents de réserves (colonne 3) sont la moyenne des excédents d'avoirs de réserve sur la période de constitution par rapport au montant des réserves à constituer. Les déficits de réserves (colonne 4) sont définis en termes de moyenne des déficits constatés par rapport aux réserves à constituer sur la période de constitution, calculés pour les établissements de crédit qui n'ont pas satisfait à leurs obligations de réserves. Le taux de rémunération des réserves obligatoires (colonne 5) est égal à la moyenne, sur la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (cf. section 1.3).

Le tableau 3 de la section 1.4 présente la position de liquidité du système bancaire, définie comme étant les avoirs en compte courant en euros des établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Tous les montants sont calculés à partir de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les autres opérations d'absorption de la liquidité (colonne 7) s'entendent hors émissions de certificats de dette effectuées par les BCN durant la phase II de l'UEM. Les autres facteurs nets (colonne 10) représentent les autres rubriques de la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les comptes courants des établissements de crédit (colonne 11) correspondent à la différence entre la somme des facteurs d'élargissement de la liquidité (colonnes 1 à 5) et la somme des facteurs d'absorption de la liquidité (colonnes 6 à 10). La base monétaire (colonne 12) est calculée comme étant la somme de la facilité de dépôt (colonne 6), des billets en circulation (colonne 8) et des avoirs en compte courant des établissements de crédit (colonne 11).

## STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Le chapitre 2 présente les statistiques de bilan des IFM et des autres sociétés financières. Ces dernières recouvrent les OPCVM (autres que les OPCVM monétaires, qui appartiennent au secteur des IFM), les véhicules financiers *ad hoc*, les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

La section 2.1 présente le bilan agrégé du secteur des IFM, c'est-à-dire la somme des bilans harmonisés de l'ensemble des IFM résidentes de la zone euro. Les IFM recouvrent les banques centrales, les établissements de crédit tels que définis par la législation de l'UE, les OPCVM monétaires et les autres institutions dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts d'entités autres que les IFM, et à consentir pour leur propre compte (du moins en termes économiques) des crédits et/ou effectuer des placements en valeurs mobilières. Une liste complète des IFM est publiée sur le site internet de la BCE.

La section 2.2 présente le bilan consolidé du secteur des IFM, obtenu en effectuant une compensation entre les bilans agrégés des IFM de la zone euro. En raison d'une certaine hétérogénéité des méthodes d'enregistrement, la somme des positions entre les IFM n'est pas toujours égale à zéro ; le solde figure dans la colonne 10, au passif de la section 2.2. La section 2.3 présente les agrégats monétaires de la zone euro et leurs contreparties. Ils sont tirés du bilan consolidé des IFM et comprennent les positions des non-IFM résidentes de la zone euro auprès des IFM résidentes de la zone euro ; ils englobent aussi certains avoirs/engagements monétaires de l'administration centrale. Les statistiques relatives aux agrégats monétaires et à leurs contreparties sont corrigées des variations saisonnières et de l'incidence des jours ouvrés. Dans les sections 2.1 et 2.2, le poste « Engagements envers les non-résidents » présente les portefeuilles des non-résidents de la zone euro en (a) titres d'OPCVM monétaires établis dans la zone euro et (b) titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans et émis par les IFM établies dans la zone euro. En revanche, dans la section 2.3, ces portefeuilles de titres sont exclus des agrégats monétaires et sont enregistrés dans le poste « Créances nettes sur les non-résidents ».

La section 2.4 contient une analyse, ventilée par secteurs, catégories et durées initiales, des prêts accordés par les IFM de la zone euro hors Eurosysteme (le système bancaire). La section 2.5 fournit une analyse, ventilée par secteurs et par instruments, des dépôts détenus auprès du système bancaire de la zone euro. La section 2.6 présente les titres détenus par le système bancaire de la zone euro, ventilés par catégories d'émetteurs. La section 2.7 présente une ventilation trimestrielle par devises de certains postes du bilan des IFM.

Les sections 2.2 à 2.6 fournissent également des taux de croissance annuels en pourcentage sur la base de ces opérations.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les informations statistiques sont collectées et compilées sur la base de divers règlements BCE concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et, depuis juillet 2010, sur la base du règlement BCE/2008/32<sup>2</sup>. Des détails concernant les définitions des secteurs figurent dans le *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers*, troisième édition (BCE, mars 2007).

La section 2.8 présente les encours et les transactions au bilan des OPCVM de la zone euro (autres que les OPCVM monétaires, qui sont inclus dans les statistiques de bilan des IFM). Un OPCVM est un organisme de placement collectif qui investit des capitaux levés auprès du public dans des actifs financiers et/ou non financiers. Une liste complète des OPCVM de la zone est publiée sur le site internet de la BCE. Le bilan est agrégé et, par conséquent, les actifs des OPCVM incluent leurs portefeuilles de titres émis par d'autres OPCVM. Les titres émis par les OPCVM sont également ventilés en fonction de la stratégie de placement (OPCVM « Obligations », « Actions », « Mixtes », « Placements immobiliers », « Fonds spéculatifs » et « Autres OPCVM »), et par catégories (fonds

<sup>2</sup> JO L 15 du 20.1.2009

ouverts et fonds fermés). La section 2.9 fournit plus de détails sur les principales catégories d'actifs détenus par les OPCVM de la zone euro. Cette section contient une ventilation géographique des émetteurs de titres détenus par les OPCVM et une ventilation des émetteurs par secteurs économiques quand ils sont résidents de la zone euro.

Depuis décembre 2008, des informations statistiques harmonisées sont collectées et établies sur la base du règlement BCE/2007/8<sup>3</sup> relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement. De plus amples informations sur ces statistiques relatives aux OPCVM sont disponibles dans le *Manual on investment fund statistics* (BCE, mai 2009).

La section 2.10 présente le bilan agrégé des véhicules financiers *ad hoc* (FVC – *financial vehicle corporations*) résidents de la zone euro. Il s'agit d'entités créées pour effectuer des opérations de titrisation. La titrisation implique généralement le transfert d'un actif ou d'un lot d'actifs à un véhicule financier *ad hoc*, ces actifs étant enregistrés à son bilan sous forme de prêts titrisés, de titres autres que des actions, ou d'autres actifs titrisés. Le risque de crédit associé à un actif ou à un lot d'actifs peut également être transféré à un véhicule financier *ad hoc* par le biais de *swaps* de défaut, de garanties ou d'autres mécanismes. La garantie détenue par le véhicule financier *ad hoc* contre ces expositions prend généralement la forme d'un dépôt constitué auprès d'une IFM ou d'un investissement en titres autres que des actions. En général, les véhicules financiers *ad hoc* titrisent des prêts qui ont été consentis par le secteur des IFM. Ils sont tenus de faire figurer ces prêts dans leurs statistiques de bilan, que les règles comptables applicables permettent ou non aux IFM de les décomptabiliser. Les données relatives à des prêts titrisés par les véhicules financiers *ad hoc* mais conservés au bilan de l'IFM concernée (et qui continuent donc de figurer dans les statistiques des IFM) sont fournies séparément. Ces données trimestrielles sont collectées conformément au règlement BCE/2008/30<sup>4</sup> depuis décembre 2009.

La section 2.11 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance et des fonds de pension résidents de la zone euro. Les sociétés d'assurance couvrent à la fois le secteur de l'assurance et celui de la réassurance, tandis que les fonds de pension recensent les entités qui disposent de l'autonomie de décision et tiennent une comptabilité complète (fonds de pension autonomes). Cette section contient également une ventilation géographique et sectorielle des contreparties émettrices de titres autres que des actions détenus par les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

## COMPTES DE LA ZONE EURO

La section 3.1 présente les comptes trimestriels intégrés de la zone euro, qui fournissent une information complète sur les activités économiques des ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, ainsi que sur l'interaction entre ces secteurs et la zone euro, d'une part, et le reste du monde, d'autre part. Les données brutes en prix courants sont présentées pour le dernier trimestre disponible selon une séquence simplifiée des comptes conformément au cadre méthodologique du Système européen des comptes 1995.

En résumé, la séquence des comptes (transactions) comprend : (a) le compte d'exploitation, qui montre comment l'activité productive se traduit en différentes catégories de revenus ; (b) le compte

3 JO L 211 du 11.8.2007

4 JO L 15 du 20.1.2009

d'affectation des revenus primaires, qui enregistre les recettes et les dépenses liées aux différentes formes de revenus de la propriété (pour l'ensemble de l'économie, le solde comptable du compte de revenus primaires est le revenu national) ; (c) le compte de distribution secondaire du revenu, qui montre comment le revenu national d'un secteur institutionnel varie du fait des transferts courants ; (d) le compte d'utilisation du revenu, qui retrace le mode d'affectation du revenu disponible à la consommation ou à l'épargne ; (e) le compte de capital, qui indique comment l'épargne et les transferts nets en capital sont affectés à l'acquisition d'actifs non financiers (le solde comptable du compte de capital fait apparaître une capacité nette ou un besoin net de financement) ; et (f) le compte financier, qui enregistre les acquisitions nettes d'actifs financiers et les flux nets d'engagements. Chaque transaction non financière étant reflétée par une transaction financière, le solde comptable du compte financier est aussi conceptuellement égal à la capacité nette ou au besoin net de financement calculé à partir du compte de capital.

En outre, les comptes de patrimoine d'ouverture et de fermeture sont également présentés, illustrant la santé financière de chaque secteur à un moment donné. Enfin, d'autres variations des actifs et passifs financiers (par exemple, résultant de l'incidence des variations des prix des actifs) figurent également.

La couverture sectorielle du compte financier et des comptes de patrimoine est plus détaillée pour le secteur des sociétés financières, ventilé entre les IFM, les autres intermédiaires financiers (y compris les auxiliaires financiers), et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

La section 3.2 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des comptes non financiers de la zone euro (à savoir les comptes 1 à 5 présentés ci-dessus) qui suivent également la séquence de comptes simplifiée.

La section 3.3 présente des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) des revenus, des dépenses et des comptes d'accumulation des ménages, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique. Les transactions et soldes comptables spécifiques des secteurs sont organisés de manière à retracer plus clairement les décisions de financement et d'investissement des ménages, tout en respectant les identités comptables présentées dans les sections 3.1 et 3.2.

La section 3.4 recense des flux cumulés sur quatre trimestres (transactions) des revenus et des comptes d'accumulation des sociétés non financières, ainsi que les encours des comptes de patrimoine financier, selon une présentation plus analytique.

La section 3.5 présente des flux financiers cumulés sur quatre trimestres (transactions et autres variations) et les encours des comptes de patrimoine financier des sociétés d'assurance et fonds de pension.

## **MARCHÉS FINANCIERS**

Les séries relatives aux statistiques de marchés financiers se rapportant à la zone euro recouvrent les États membres de l'UE ayant adopté l'Euro avant la période sur laquelle portent ces statistiques (composition changeante), à l'exception des statistiques relatives aux émissions de titres (sections 4.1 à 4.4) qui se rapportent à l'Euro 17 pour l'ensemble des séries temporelles (composition fixe).

Les statistiques relatives aux titres autres que les actions et les statistiques relatives aux actions cotées (sections 4.1 à 4.4) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant du SEBC et de la BRI. La section 4.5 présente les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts libellés en euros des résidents de la zone euro et aux prêts en euros qui leur sont consentis. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt du marché monétaire, au rendement des emprunts publics à long terme et aux indices des marchés boursiers (sections 4.6 à 4.8) sont élaborées par la BCE à partir de données provenant de réseaux d'information financière.

Les statistiques relatives aux émissions de titres couvrent (a) les titres autres que les actions (hors produits financiers dérivés), qui sont présentés dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3, et (b) les actions cotées, qui sont présentées dans la section 4.4. Les titres de créance sont ventilés en titres à court terme et titres à long terme. Les titres à « court terme » sont ceux dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (dans des cas exceptionnels, la durée initiale est inférieure ou égale à 2 ans). Les titres (a) d'une durée initiale plus longue ou (b) aux dates d'échéance optionnelles, dont la dernière est éloignée de plus d'un an, ou (c) aux dates d'échéance indéterminées sont classés dans les émissions à « long terme ». Les titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro sont, en outre, ventilés entre émissions à taux fixe et émissions à taux variable. Les émissions à taux fixe sont celles pour lesquelles le coupon ne varie pas pendant la durée de vie des titres. Les émissions à taux variable incluent toutes les émissions pour lesquelles le coupon est périodiquement refixé par référence à un taux d'intérêt ou à un indice indépendant. Les titres libellés en euros figurant dans les sections 4.1, 4.2 et 4.3 incluent également ceux libellés dans les dénominations nationales de l'euro.

La section 4.1 présente les titres autres que des actions par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises. Elle présente les encours, les émissions brutes et les émissions nettes de titres autres que des actions, ventilées en (a) émissions libellées en euros et toutes devises confondues ; (b) émissions par les résidents de la zone euro et total des émissions ; et (c) ensemble des échéances et échéances à long terme. Les émissions nettes diffèrent de la variation des encours en raison d'effets de valorisation, de reclassements et d'autres ajustements. Cette section présente également les statistiques désaisonnalisées relatives, notamment, aux taux de croissance semestriels annualisés pour l'ensemble des titres de créance et les titres de créance à long terme. Les données cvs sont calculées à partir de l'indice des encours fictifs, dont les effets saisonniers ont été supprimés (pour plus de détails, cf. les notes techniques).

La section 4.2 contient une ventilation par secteurs des encours, des émissions brutes et des émissions nettes de résidents de la zone euro conforme au SEC 95. La BCE est incluse dans l'Eurosystème.

Le total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives au total des encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les résidents de la zone euro figurant dans la section 4.1, colonne 7. Les encours de l'ensemble des titres de créance et des titres de créance à long terme émis par les IFM figurant dans le tableau 1 de la section 4.2, colonne 2, sont globalement comparables aux titres de créance émis, recensés au passif du bilan agrégé des IFM dans le tableau 2 de la section 2.1, colonne 8. Le total des émissions nettes de titres de créance figurant dans le tableau 2 de la section 4.2, colonne 1, correspond aux données relatives aux émissions nettes totales des résidents de la zone euro dans la section 4.1, colonne 9. L'écart résiduel entre les titres de créance à long terme et le total des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable, présenté dans le tableau 1 de la section 4.2, est dû aux obligations zéro coupon et aux effets de revalorisation.

La section 4.3 présente les taux de croissance désaisonnalisés et bruts des titres de créance émis par les résidents de la zone euro (ventilés par échéances, types d'instruments, secteurs émetteurs et devises), calculés sur la base des transactions financières qui interviennent lorsqu'une entité contracte ou rembourse des engagements. Les taux de croissance excluent, par conséquent, les reclassements, les effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne découlant pas d'opérations. Les taux de croissance désaisonnalisés ont été annualisés à des fins de présentation (cf. les notes techniques pour plus de détails).

Les colonnes 1, 4, 6 et 8 du tableau 1 de la section 4.4 présentent l'encours des actions cotées émises par les résidents de la zone euro, ventilé par secteurs émetteurs. Les données mensuelles relatives aux actions cotées émises par les sociétés non financières correspondent aux séries trimestrielles présentées dans la section 3.4 (compte de patrimoine financier, actions cotées).

Les colonnes 3, 5, 7 et 9 du tableau 1 de la section 4.4 présentent les taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro (ventilés par secteurs émetteurs), établis à partir des transactions financières qui ont lieu lorsque l'émetteur émet ou rembourse des actions en numéraire sans effectuer de placements dans ses propres actions. Le calcul des taux de croissance annuels ne tient pas compte des reclassements, effets de valorisation et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

La section 4.5 présente les statistiques relatives à l'ensemble des taux d'intérêt que les IFM résidentes de la zone euro appliquent aux dépôts et aux prêts libellés en euros vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro correspondent à une moyenne pondérée (par volume d'activité correspondant) des taux d'intérêt appliqués dans les pays de la zone euro pour chaque catégorie.

Les statistiques de taux d'intérêt des IFM sont ventilées par types de couverture d'activité, secteurs, catégories d'instrument et échéances, durées de préavis ou périodes de fixation initiale du taux. Ces statistiques remplacent les dix séries provisoires de taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro qui étaient publiées dans le *Bulletin mensuel* depuis janvier 1999.

La section 4.6 présente les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro, des États-Unis et du Japon. En ce qui concerne la zone euro, les données couvrent une large gamme de taux d'intérêt, allant des taux d'intérêt des dépôts à vue jusqu'aux taux des dépôts à 12 mois. Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux d'intérêt synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Mis à part le taux au jour le jour avant janvier 1999, les valeurs mensuelles, trimestrielles et annuelles sont des moyennes sur la période. Les taux des dépôts à vue sont représentés par les taux offerts pour les dépôts interbancaires en fin de période jusqu'en décembre 1998 inclus et par des moyennes sur la période du taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'Euro (Eonia) après cette date. À compter de janvier 1999, les taux d'intérêt des dépôts à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont les taux interbancaires offerts pour les dépôts en euros (Euribor) ; avant cette date, il s'agissait des taux interbancaires offerts à Londres (Libor) lorsqu'ils étaient disponibles. Pour les États-Unis et le Japon, les taux d'intérêt des dépôts à 3 mois sont représentés par les taux interbancaires offerts à Londres (Libor).

La section 4.7 présente les taux de fin de période estimés à partir des courbes des taux nominaux au comptant basées sur les obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro et libellées en euros. Les courbes de taux sont estimées d'après le modèle de Svensson<sup>5</sup>.

5 L. E. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, n° 1 051, Londres (1994)



Les écarts entre les taux à dix ans et les taux à trois mois et à deux ans sont également publiés. D'autres courbes de taux (publications quotidiennes, comprenant des graphiques et des tableaux) ainsi que les informations méthodologiques correspondantes sont disponibles sur <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>. Les données quotidiennes peuvent également être téléchargées.

La section 4.8 contient les indices boursiers relatifs à la zone euro, aux États-Unis et au Japon.

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

La plupart des données qui figurent dans cette section sont élaborées par la Commission européenne (essentiellement Eurostat) et les autorités statistiques nationales. Les résultats de la zone euro sont obtenus par agrégation des données de chacun des pays. Dans la mesure du possible, les données sont harmonisées et comparables. Les statistiques relatives aux indices de coûts de main-d'œuvre, aux composantes du PIB et de la dépense, à la valeur ajoutée par secteurs d'activité économique, à la production industrielle, aux ventes au détail, aux immatriculations automobiles et à l'emploi en termes d'heures travaillées sont corrigées des variations du nombre de jours ouvrés.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) relatif à la zone euro (tableau 1 de la section 5.1) est disponible à partir de 1995. Il est établi sur la base des IPCH nationaux, qui suivent la même méthodologie dans tous les pays de la zone euro. La ventilation par composantes de biens et services est établie à partir de la classification des fonctions de consommation des ménages (Coicop/IPCH). L'IPCH couvre la dépense monétaire de consommation finale des ménages résidant sur le territoire économique de la zone euro. Le tableau comprend les données désaisonnalisées de l'IPCH, calculées par la BCE, et des indices empiriques des prix administrés fondés sur l'IPCH.

Les prix à la production (tableau 2 de la section 5.1), la production industrielle, le chiffre d'affaires dans l'industrie et les ventes au détail (section 5.2) relèvent du règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil du 19 mai 1998 relatif aux statistiques conjoncturelles <sup>6</sup>. Depuis janvier 2009, la classification révisée des activités économiques (NACE Rév. 2), couverte par le règlement (CE) n° 1893/2006 du Parlement européen et du Conseil du 20 décembre 2006 établissant la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2 et modifiant le règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil ainsi que certains règlements (CE) relatifs à des domaines statistiques spécifiques <sup>7</sup>, est appliquée pour la production de statistiques conjoncturelles. En ce qui concerne les prix à la production et la production industrielle, la ventilation des produits en fonction de leur utilisation finale correspond à la subdivision harmonisée de l'industrie hors construction (NACE Rév. 2, sections B à E) en grands regroupements industriels, tels que définis dans le règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007 <sup>8</sup>. Les prix à la production sont les prix de vente sortie d'usine. Ils comprennent les impôts indirects hors TVA et autres taxes déductibles. La production industrielle reflète la valeur ajoutée des secteurs d'activité concernés.

Les deux indices relatifs aux prix des matières premières hors énergie présentés dans le tableau 3 de la section 5.1 sont établis sur la base d'une couverture en matières premières identique, mais les systèmes de pondération sont différents : l'un est fondé sur les importations de la zone euro pour les matières premières considérées (colonnes 2 à 4) et l'autre (colonnes 5 à 7) sur une estimation

<sup>6</sup> JO L 162 du 5.6.1998

<sup>7</sup> JO L 393 du 30.12.2006

<sup>8</sup> JO L 155 du 15.6.2007

de la demande intérieure de la zone euro, ou « utilisation » des matières premières, à partir des informations relatives aux importations, aux exportations et à la production intérieure pour chaque matière première (sans tenir compte, dans un souci de simplicité, des stocks, considérés comme relativement stables sur la période observée). L'indice des prix des matières premières pondéré des importations permet d'analyser les évolutions extérieures, tandis que l'indice pondéré de leur utilisation permet plus spécifiquement d'analyser les tensions qu'exercent les cours mondiaux des matières premières sur l'inflation dans la zone euro. Les indices pondérés de l'utilisation des matières premières sont des données empiriques. Pour de plus amples détails concernant la confection des indices de la BCE relatifs aux prix des matières premières, se reporter à l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de décembre 2008.

Les indices de coûts de main-d'œuvre (tableau 5 de la section 5.1) mesurent les variations des coûts de main-d'œuvre par heure ouvrée dans l'industrie (y compris la construction) et les services marchands. Leur méthodologie est définie dans le règlement (CE) n° 450/2003 du Parlement européen et du Conseil du 27 février 2003 relatif à l'indice du coût de main-d'œuvre<sup>9</sup> et le règlement n° 1216/2003 de la Commission du 7 juillet 2003<sup>10</sup> en portant application. Une ventilation des indices de coûts de main-d'œuvre pour la zone euro est disponible par composantes (salaires et traitements et cotisations sociales des employeurs, plus les charges fiscales induites nettes de subventions) et par activités économiques. La BCE calcule l'indicateur des salaires négociés (rubrique pour mémoire dans le tableau 5 de la section 5.1) sur la base de données nationales non harmonisées.

Les composantes de coûts unitaires de main-d'œuvre (tableau 4 de la section 5.1), le PIB et ses composantes (tableaux 1 et 2 de la section 5.2), les déflateurs du PIB (tableau 3 de la section 5.1) ainsi que les statistiques de l'emploi (tableau 1 de la section 5.3) sont issus des comptes nationaux trimestriels établis sur la base du SEC 95<sup>11</sup>. Le SEC 95 a été modifié par le règlement (UE) n° 715/2010 du 10 août 2010<sup>12</sup> introduisant les adaptations résultant de la révision de la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2. La publication de données des comptes nationaux de la zone euro selon cette nouvelle classification a commencé en décembre 2011.

Les indices relatifs au chiffre d'affaires dans l'industrie et aux ventes au détail (tableau 4 de la section 5.2) mesurent le chiffre d'affaires, y compris tous les droits et les taxes à l'exception de la TVA, enregistré durant la période de référence. Le chiffre d'affaires des ventes au détail recouvre l'ensemble du commerce de détail, à l'exclusion des véhicules à moteur et motos, et les carburants. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières recouvrent les immatriculations de voitures à usage privé et commercial. La série relative à la zone euro exclut Chypre et Malte.

Les données qualitatives ressortant des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (tableau 5 de la section 5.2) sont issues des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Les taux de chômage (tableau 4 de la section 5.3) suivent les recommandations de l'Organisation internationale du travail (OIT). Ils font référence aux personnes activement à la recherche d'un emploi, rapportées à l'ensemble de la population active, sur la base de critères et de définitions

9 JO L 69 du 13.3.2003

10 JO L 169 du 8.7.2003

11 JO L 310 du 30.11.1996

12 JO L 210 du 11.8.2010

harmonisés. Les estimations relatives à la population active servant à calculer le taux de chômage ne correspondent pas à la somme des niveaux d'emploi et de chômage figurant dans la section 5.3.

## FINANCES PUBLIQUES

Les sections 6.1 à 6.5 présentent la situation budgétaire des administrations publiques dans la zone euro. Les données sont en grande partie consolidées et sont établies à partir de la méthodologie du SEC 95. Les agrégats annuels de la zone euro figurant dans les sections 6.1 à 6.3 sont calculés par la BCE sur la base des obligations de déclaration statistique définies dans l'orientation BCE du 31 juillet 2009 relative aux statistiques de finances publiques (BCE/2009/20)<sup>13</sup>. Les données harmonisées fournies par les BCN sont régulièrement mises à jour. Les agrégats annuels relatifs au déficit et à la dette de la zone euro peuvent différer de ceux publiés par la Commission européenne. Les agrégats trimestriels de la zone euro figurant dans les sections 6.4 et 6.5 sont calculés par la BCE à partir des données fournies par Eurostat et des données nationales.

La section 6.1 présente les données annuelles relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1500/2000 de la Commission du 10 juillet 2000<sup>14</sup> modifiant le SEC 95. La section 6.2 présente de façon détaillée la dette brute consolidée des administrations publiques en valeur nominale, conformément aux dispositions du Traité relatives à la procédure de déficit excessif (PDE). Les sections 6.1 et 6.2 englobent les données relatives aux déficits/excédents et à la dette des administrations publiques pour les différents pays de la zone euro telles que déclarées à la Commission européenne conformément au règlement du Conseil (UE) n° 679/2010, en raison de l'importance qu'elles ont dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. La section 6.3 présente les variations de la dette des administrations publiques. La différence entre la variation de la dette publique et le déficit public, l'ajustement dette-déficit, s'explique essentiellement par des opérations de l'État sur des actifs financiers et par des variations de change. La section 6.4 présente les données trimestrielles brutes relatives aux recettes et aux dépenses des administrations publiques sur la base des définitions établies dans le règlement (CE) n° 1221/2002 du Parlement européen et du Conseil du 10 juin 2002 sur les comptes trimestriels non financiers des administrations publiques<sup>15</sup>. La section 6.5 présente les données trimestrielles relatives à la dette brute consolidée des administrations publiques, à l'ajustement dette-déficit et au besoin de financement des administrations publiques. Les calculs sont effectués à partir des données fournies par les États membres conformément au règlement (CE) n° 501/2004 et au règlement (CE) n° 1222/2004, ainsi que des données communiquées par les BCN.

## BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE

Les concepts et définitions utilisés pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure (sections 7.1 à 7.4) sont généralement conformes aux recommandations du Manuel de la balance des paiements du FMI (cinquième édition, octobre 1993), à l'orientation de la BCE du 16 juillet 2004 sur les obligations de déclaration statistique établies par la BCE (BCE/2004/15)<sup>16</sup>

13 JO L 228 du 1.09.2009

14 JO L 172 du 12.7.2000

15 JO L 179 du 9.7.2002

16 JO L 354 du 30.11.2004

modifiée par l'orientation de la BCE du 31 mai 2007 (BCE/2007/3)<sup>17</sup>. Des informations complémentaires concernant les méthodologies et sources utilisées pour les statistiques de balance des paiements et de position extérieure figurent dans la publication de la BCE intitulée *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne) (mai 2007) et dans les rapports des groupes de travail suivants : *Portfolio investment collection systems* (juin 2002), *Portfolio investment income* (août 2003) et *Foreign direct investment* (mars 2004), qui peuvent être téléchargés sur le site internet de la BCE. En outre, un rapport du groupe de travail Qualité de la BCE/Commission européenne (Eurostat) consacré aux statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure (juin 2004) est disponible sur le site internet du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)). Le rapport annuel de qualité concernant la balance des paiements et la position extérieure de la zone euro, établi à partir des recommandations du groupe de travail et conforme aux principes fondamentaux du Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE publié en avril 2008, est disponible sur le site internet de la BCE.

Le 9 décembre 2011, l'orientation BCE relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de statistiques extérieures (BCE/2011/23)<sup>18</sup> a été adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cet acte juridique définit de nouvelles obligations de déclaration en matière de statistiques extérieures, qui reflètent principalement les modifications méthodologiques apportées à la sixième édition du *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure du FMI* (BPM6). La BCE commencera à publier les statistiques de balance des paiements, de position extérieure et de réserves de change de la zone euro conformément à l'orientation BCE/2011/23 et au BPM6 en 2014, avec des données rétrospectives. Les tableaux des sections 7.1 et 7.4 suivent la convention de signes du *Manuel de la balance des paiements du FMI* : les excédents du compte de transactions courantes et du compte de capital sont assortis d'un signe positif, tandis que dans le compte financier, un signe positif indique une augmentation des engagements ou une diminution des avoirs. Dans les tableaux de la section 7.2, les transactions figurant au débit et au crédit sont présentées avec un signe positif. En outre, à partir du *Bulletin mensuel* de février 2008, les tableaux de la section 7.3 sont restructurés de manière à présenter ensemble les données relatives à la balance des paiements, la position extérieure et les taux de croissance qui s'y rapportent ; dans les nouveaux tableaux, les transactions sur les avoirs et les engagements qui correspondent à des augmentations des positions sont assorties d'un signe positif.

La balance des paiements de la zone euro est élaborée par la BCE. Les chiffres mensuels récents doivent être considérés comme provisoires. Les données sont révisées lors de la publication des statistiques relatives au mois suivant et/ou des données détaillées de la balance des paiements trimestrielle. Les données antérieures font l'objet d'une révision périodique ou résultant de modifications de la méthodologie d'élaboration des données d'origine.

Le tableau 1 de la section 7.2 comporte également des données corrigées des variations saisonnières relatives au compte de transactions courantes. Le cas échéant, l'ajustement prend en compte également les effets de jour ouvré, d'année bissextile et/ou des fêtes de Pâques. Le tableau 3 de la section 7.2 et le tableau 9 de la section 7.3 présentent une ventilation géographique de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro vis-à-vis des principaux partenaires, considérés à la fois isolément et par groupes, en établissant une distinction entre les États membres de l'UE

<sup>17</sup> JO L 159 du 20.6.2007

<sup>18</sup> JO L 65 du 3.3.2012

n'appartenant pas à la zone euro et les pays ou zones ne faisant pas partie de l'UE. La ventilation fait également apparaître les transactions et les positions vis-à-vis des institutions de l'UE et des organisations internationales (qui, mis à part la BCE et le Mécanisme européen de stabilité, sont considérées, statistiquement, comme n'appartenant pas à la zone euro, quelle que soit leur localisation physique), ainsi que vis-à-vis des centres financiers extraterritoriaux. La ventilation ne couvre pas les transactions ou les positions relatives aux engagements au titre des investissements de portefeuille, aux produits financiers dérivés et aux réserves de change. Par ailleurs, aucune donnée séparée n'est fournie pour les revenus d'investissements versés au Brésil, à la Chine continentale, à l'Inde ou à la Russie. La ventilation géographique est présentée dans l'article intitulé *La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties* du *Bulletin mensuel* de février 2005.

Les données relatives au compte financier de la balance des paiements et à la position extérieure de la zone euro figurant dans la section 7.3 sont calculées sur la base des transactions et des positions vis-à-vis des non-résidents, la zone euro étant considérée comme une entité économique unique (cf., également, l'encadré 9 du *Bulletin mensuel* de décembre 2002, l'encadré 5 du *Bulletin mensuel* de janvier 2007 et l'encadré 6 du *Bulletin mensuel* de janvier 2008). La position extérieure est valorisée aux cours du marché, sauf pour les investissements directs, pour lesquels on utilise les valeurs comptables dans le cas des actions non cotées et des autres investissements (Par exemple, les prêts et les dépôts). La position extérieure trimestrielle est établie à l'aide du même cadre méthodologique que la position extérieure annuelle. Certaines sources de données n'étant pas disponibles tous les trimestres (ou avec un décalage), la position extérieure trimestrielle est en partie estimée à partir des transactions financières, des prix d'actifs et de l'évolution des taux de change.

Le tableau 1 de la section 7.3 récapitule la position extérieure et les transactions financières de la balance des paiements de la zone euro. La ventilation de la variation de la position extérieure annuelle s'obtient en appliquant un modèle statistique aux variations de la position extérieure autres que celles résultant des transactions, au moyen des informations tirées de la ventilation géographique et de la décomposition par devises des avoirs et des engagements, ainsi que des indices de prix appliqués à différents actifs financiers. Dans ce tableau, les colonnes 5 et 6 se rapportent aux investissements directs effectués par les résidents à l'étranger et aux investissements directs des non-résidents dans la zone euro.

Dans le tableau 5 de la section 7.3, la ventilation entre « prêts » et « monnaie fiduciaire et dépôts » est effectuée en fonction du secteur de la contrepartie non résidente : les avoirs vis-à-vis des banques non résidentes sont classés dans les dépôts, tandis que les avoirs vis-à-vis des autres secteurs non résidents font partie des prêts. Cette ventilation suit la distinction effectuée dans d'autres statistiques, telles que celles relatives au bilan consolidé des IFM, et a été établie conformément au *Manuel de la balance des paiements du FMI*.

Les avoirs de réserve et autres avoirs et engagements gérés par l'Eurosystème sont présentés dans le tableau 7 de la section 7.3. En raison de différences de couverture et de valorisation, ces données ne sont pas entièrement comparables avec celles apparaissant dans la situation financière hebdomadaire de l'Eurosystème. Les données du tableau 7 sont conformes aux recommandations établies par le cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises. Par définition, les actifs inclus dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro. Avant que les pays ne participent à la zone euro, les actifs de leurs banques centrales sont enregistrés au sein des investissements de portefeuille (s'agissant des titres) ou des autres investissements (dans le cas des autres actifs). Les variations enregistrées sur les avoirs en or de l'Eurosystème (colonne 3) résultent des transactions effectuées aux termes de l'Accord sur les avoirs

en or des banques centrales du 26 septembre 1999, renouvelé le 27 septembre 2009. Des informations plus détaillées relatives au traitement statistique des avoirs de réserve de l'Eurosystème figurent dans la publication intitulée *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octobre 2000), qui peut être téléchargée sur le site internet de la BCE. Des données plus complètes, conformes au cadre de diffusion relatif aux avoirs de réserve et aux disponibilités en devises, peuvent également être obtenues sur le site internet de la BCE.

Dans le tableau 8 de la section 7.3, les statistiques relatives à la dette extérieure brute de la zone euro représentent l'encours des engagements effectifs (et non conditionnels) vis-à-vis des non-résidents nécessitant le versement par le débiteur du principal et/ou des intérêts à une ou plusieurs dates ultérieures. Le tableau 8 présente une ventilation par instruments et par secteurs institutionnels de la dette extérieure brute.

La section 7.4 contient une présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, montrant les transactions du secteur des non-IFM qui reflètent les transactions extérieures nettes des IFM. Dans les transactions du secteur des non-IFM figurent des transactions de balance des paiements pour lesquelles aucune ventilation sectorielle n'est disponible. Elles concernent les comptes de transactions courantes et de capital (colonne 2) et les produits financiers dérivés (colonne 11). Une note méthodologique mise à jour relative à la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro peut être consultée à la partie *Statistics* du site internet de la BCE. Cf., également, l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de juin 2003.

La section 7.5 présente des données relatives aux échanges de biens de la zone euro. Ces données proviennent d'Eurostat. Les données relatives aux échanges en valeur et les indices de volume sont corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrés. La ventilation par produits présentée dans le tableau 1 de la section 7.5, colonnes 4 à 6 et 9 à 11, est conforme à la classification par grandes catégories économiques et correspond aux principales catégories de biens dans le Système des comptes nationaux. Les produits manufacturés (colonnes 7 et 12) et le pétrole (colonne 13) sont conformes à la définition du CTCI Rév. 4. La ventilation géographique (tableau 3 de la section 7.5) fait apparaître les principaux partenaires commerciaux, à la fois isolément et par groupes régionaux. La Chine ne comprend pas Hong-Kong. Les données relatives au commerce extérieur, notamment pour les importations, ne sont pas totalement comparables avec le poste des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements (sections 7.1 et 7.2), en raison de différences dans les définitions retenues, les classifications, le champ couvert et les dates de recensement. Une partie de l'écart provient de l'inclusion des opérations d'assurance et de fret dans le recensement des importations de biens dans les données de commerce extérieur.

Les prix des produits industriels importés et les prix à la production des produits industriels exportés (ou prix de la production dans l'industrie pour les marchés extérieurs) présentés dans le tableau 2 de la section 7.5 ont été introduits par le règlement (CE) n° 1158/2005 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1165/98 du Conseil, qui constitue le principal fondement juridique des statistiques conjoncturelles. L'indice des prix à l'importation dans l'industrie recouvre les produits industriels importés de pays n'appartenant pas à la zone euro, conformément aux sections B à E de la classification statistique des produits associée aux activités dans la Communauté économique européenne (nomenclature CPA), ainsi que l'ensemble des secteurs institutionnels des pays importateurs à l'exception des ménages, des administrations publiques et des institutions sans but lucratif. Il reflète le prix CAF (coût, assurance et fret) hors droits et taxes à l'importation, et concerne les transactions effectivement réalisées en euros au moment du transfert de la propriété des biens. Les prix à l'exportation dans l'industrie recouvrent l'ensemble des produits industriels directement

exportés par les producteurs de la zone euro vers les marchés hors zone euro, conformément aux sections B à E de la NACE Rév. 2. Les exportations des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte. Les indices reflètent le prix franco à bord (FAB) exprimé en euros et calculé aux frontières de la zone euro, comprenant les taxes indirectes à l'exception de la TVA et les autres taxes déductibles. Les prix à l'importation et à l'exportation dans l'industrie sont ventilés par grands regroupements industriels au sens du règlement (CE) n° 656/2007 de la Commission du 14 juin 2007. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 11 du Bulletin mensuel de décembre 2008.

## TAUX DE CHANGE

La section 8.1 présente les indices de taux de change effectif (TCE) nominal et réel de l'euro, calculés par la BCE à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'Euro par rapport aux devises d'une sélection de partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive traduit une appréciation de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés avec ces partenaires commerciaux sur les périodes comprises entre 1995 et 1997, 1998 et 2000, 2001 et 2003, 2004 et 2006 et 2007 et 2009, et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les indices de TCE sont obtenus par chaînage des indicateurs sur la base de chacun de ces cinq ensembles de pondérations à la fin de chaque période de trois ans. L'indice TCE ainsi établi a comme période de base le premier trimestre 1999. Le groupe TCE-20 de partenaires commerciaux inclut les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, ainsi que les pays suivants : Australie, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, Hong-Kong, Japon, Norvège, Singapour et Suisse. Le groupe TCE-19 n'inclut pas la Croatie. Le groupe TCE-39 de partenaires commerciaux comprend, outre le groupe TCE-20, les pays suivants : Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Inde, Indonésie, Islande, Israël, Malaisie, Maroc, Mexique, Nouvelle-Zélande, Philippines, Russie, Taiwan, Thaïlande, Turquie et Venezuela. Les TCE réels sont calculés à partir des indices de prix à la consommation (IPC), des indices de prix à la production (IPP), des déflateurs du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans le secteur manufacturier (CUMIM) ainsi que dans l'ensemble de l'économie (CUME). Les TCE déflatés des CUMIM sont disponibles uniquement pour le TCE-19.

Pour plus de détails concernant le calcul des TCE, cf. l'étude intitulée *Revisiting the effective exchange rates of the euro*, Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro et Cristina Pinheiro, Occasional paper n° 134 de la BCE, juin 2012, qui peut être téléchargée sur le site de la BCE.

Les taux bilatéraux indiqués dans la section 8.2 sont les moyennes mensuelles des cours de référence quotidiens pour toutes ces monnaies. Pour la couronne islandaise, le taux de change le plus récent est de 290,0 pour un euro et se rapporte au 3 décembre 2008.

## ÉVOLUTIONS HORS DE LA ZONE EURO

Les statistiques relatives aux autres États membres de l'UE (section 9.1) suivent les mêmes principes que ceux appliqués pour les données relatives à la zone euro. Toutefois, les données relatives au compte de transactions courantes et au compte de capital ainsi qu'à la dette extérieure brute présentées dans ce tableau suivent les différents concepts nationaux et n'incluent pas les véhicules *ad hoc*. Les données pour les États-Unis et le Japon présentées dans la section 9.2 sont obtenues à partir de sources nationales.





## ANNEXES

# CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME <sup>1</sup>



### 12 JANVIER 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### 9 FÉVRIER 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il approuve également des critères d'éligibilité nationaux spécifiques et des mesures de contrôle des risques pour l'acceptation temporaire, dans un certain nombre de pays, de créances privées supplémentaires en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.

### 8 MARS, 4 AVRIL, 3 MAI 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

### 6 JUIN 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 15 janvier 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

### 5 JUILLET 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,75 %, à compter de l'opération devant être réglée le 11 juillet 2012. En outre, il décide d'abaisser de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 1,50 % et 0,00 % avec effet au 11 juillet 2012.

### 2 AOÛT 2012

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

<sup>1</sup> La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2011 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

#### **6 SEPTEMBRE 2012**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des modalités appelées à régir les opérations monétaires sur titres (*Outright monetary transactions* – OMT) sur les marchés secondaires des obligations souveraines de la zone euro.

#### **4 OCTOBRE, 8 NOVEMBRE 2012**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

#### **6 DÉCEMBRE 2012**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 9 juillet 2013, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

#### **10 JANVIER, 7 FÉVRIER, 7 MARS, 4 AVRIL 2013**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,75 %, 1,50 % et 0,00 %.

#### **2 MAI 2013**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 8 mai 2013. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 50 points de base, à 1,00 %, avec effet au 8 mai 2013 et de laisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt inchangé à 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 8 juillet 2014, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

#### **6 JUIN, 4 JUILLET, 1<sup>ER</sup> AOÛT, 5 SEPTEMBRE, 2 OCTOBRE 2013**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,50 %, 1,00 % et 0,00 %.

### 7 NOVEMBRE 2013

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 13 novembre 2013. En outre, le Conseil décide d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 25 points de base, à 0,75 %, avec effet au 13 novembre 2013, et de laisser inchangé le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, à 0,00 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 7 juillet 2015, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

### 5 DÉCEMBRE 2013, 9 JANVIER, 6 FÉVRIER, 6 MARS, 3 AVRIL, 8 MAI 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,25 %, 0,75 % et 0,00 %.

### 5 JUIN 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 10 points de base, à 0,15 % à compter de l'opération devant être réglée le 11 juin 2014. En outre, il décide de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 35 points de base, à 0,40 %, et celui de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,10 %, avec effet au 11 juin 2014. Il décide également d'adopter de nouvelles mesures non conventionnelles, notamment : (1) de conduire une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*) d'échéance septembre 2018, visant à renforcer l'activité de prêts bancaires au secteur privé non financier, dont le taux d'intérêt sera fixe, sur la durée totale de l'opération, et correspondra au taux appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur au moment de l'obtention des fonds, plus un *spread* fixe de 10 points de base ; (2) de continuer de conduire ses opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves se terminant en décembre 2016 ; (3) de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir avant la fin de la période de constitution s'achevant en décembre 2016 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, avec allocation intégrale ; (4) de suspendre les opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres ; (5) d'accélérer les travaux préparatoires relatifs aux achats fermes sur le marché des ABS.

### 3 JUILLET 2014

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,15 %, 0,40 % et -0,10 %.







## PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

### PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

### DOCUMENTS DE RECHERCHE

- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques (*Occasional paper series*)
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

### AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.

Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus gratuitement, dans la limite des stocks disponibles, sous forme d'abonnement ou à l'unité, en contactant l'adresse suivante : [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSSAIRE

Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Abandon de créances (*Write-off*)** : sortie du bilan des IFM de la valeur des prêts lorsque ces derniers sont considérés comme étant totalement irrécouvrables.

**Actions (*Equities*)** : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise, notamment les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

**Administrations publiques (*General government*)** : secteur défini dans le SEC 95 comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

**Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [*Deficit-debt adjustment (general government)*]** : écart entre le déficit des administrations publiques et la variation de leur dette.

**Appel d'offres à taux fixe (*Fixed rate tender*)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir au taux d'intérêt fixé.

**Appel d'offres à taux variable (*Variable rate tender*)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles souhaitent être servies.

**Autres investissements (*Other investment*)** : rubrique de la balance des paiements et de la position extérieure recensant les opérations financières/positions à l'égard des non-résidents en crédits commerciaux, dépôts et crédits et autres comptes à recevoir/à payer.

**Avoirs de réserve internationaux (*International reserves*)** : avoirs extérieurs gérés par les autorités monétaires et dont elles peuvent disposer rapidement afin de financer ou de réguler directement l'ampleur des déséquilibres en matière de paiements, par le biais d'une intervention sur les marchés de change. Les avoirs de réserve internationaux de la zone euro recouvrent les créances sur les non-résidents de la zone euro libellées dans une devise autre que l'euro, l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve de l'Eurosystème auprès du FMI.

**Balance des paiements [*Balance of payments (b.o.p.)*]** : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde.

**Besoin de financement des administrations publiques [*Borrowing requirement (general government)*]** : accroissement net de la dette des administrations publiques.

**Bilan consolidé du secteur des IFM (*Consolidated balance sheet of the MFI sector*)** : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur

des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de M3.

**Compte de capital (*Capital account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre tous les transferts en capital et les acquisitions moins les cessions d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents.

**Comptes de capital (*Capital accounts*)** : partie du système de comptes nationaux (ou de la zone euro) décrivant la variation de la valeur nette due à l'épargne nette, aux transferts nets en capital et aux acquisitions nettes d'actifs non financiers.

**Compte financier (*Financial account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre les opérations effectuées entre résidents et non-résidents sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et d'autres investissements, ainsi que les opérations sur produits financiers dérivés et avoirs de réserve.

**Comptes financiers (*Financial accounts*)** : partie du système des comptes nationaux (ou de la zone euro) présentant les situations financières (encours ou bilans), les opérations financières et autres changements des différents secteurs institutionnels d'une économie par type d'actifs financiers.

**Compte de revenus (*Income account*)** : compte de la balance des paiements qui retrace deux types de transactions avec les non-résidents, à savoir (a) celles concernant la rémunération des salariés non résidents (travailleurs transfrontières, saisonniers et autres contrats de courte durée) et (b) celles concernant les revenus d'investissements perçus et versés relatifs aux avoirs et aux engagements financiers extérieurs, ces derniers recouvrant les revenus perçus et versés sur les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ainsi que les revenus perçus sur les avoirs de réserve.

**Compte de transactions courantes (*Current account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre toutes les transactions portant sur les biens et services, les revenus et les transferts courants entre résidents et non-résidents.

**Compte de transferts courants (*Current transfers account*)** : compte technique de la balance des paiements dans lequel la valeur des ressources réelles ou des actifs financiers est enregistrée au moment de leur transfert, sans contrepartie économique. Les transferts courants recouvrent tous les transferts autres que les transferts en capital.

**Courbe des rendements (*Yield curve*)** : représentation graphique de la relation existant, à un instant donné, entre le taux d'intérêt ou rendement et l'échéance résiduelle pour des titres de créance suffisamment homogènes et assortis de dates d'échéance différentes. La pente de la courbe peut être mesurée comme la différence entre les taux d'intérêt ou rendement à deux échéances représentatives.

**Cours pivot [*Central parity (ou central rate)*]** : taux de change par rapport à l'euro de chacune des monnaies participant au MCE II, et autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

**Coûts unitaires de main-d'œuvre (*Unit labour costs*)** : mesure des coûts totaux de main-d'œuvre par unité de production, calculés pour la zone euro en rapportant la rémunération totale par salarié à la productivité du travail (définie comme le PIB en volume par personne employée).



**Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (*MFI credit to euro area residents*)** : prêts des IFM accordés aux résidents non-IFM de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et titres de créance).

**Déficit des administrations publiques [*Deficit (general government)*]** : besoin net de financement des administrations publiques correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

**Déflation (*Deflation*)** : phénomène de baisse significative et persistante des prix d'un très large éventail de biens de consommation et de services, qui devient ancrée dans les anticipations.

**Désinflation (*Disinflation*)** : processus de ralentissement de l'inflation qui peut aboutir à des taux d'inflation négatifs de nature temporaire.

**Dettes (comptes financiers) [*Debt (financial accounts)*]** : prêts souscrits par les ménages et prêts, titres de créance et provisions pour fonds de pension des sociétés non financières (résultant des engagements directs de l'employeur au titre de la retraite de ses salariés), comptabilisés aux prix de marché en fin de période.

**Dettes des administrations publiques [*Debt (general government)*]** : total des dettes brutes (monnaie fiduciaire et dépôts, crédits et titres autres qu'actions à l'exclusion des produits dérivés) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les administrations publiques.

**Dettes extérieures brutes (*Gross external debt*)** : montant des engagements contractuels en cours effectifs (c'est-à-dire non conditionnels) d'une économie comportant obligation de remboursement du principal et/ou de paiement des intérêts à des non-résidents à un moment donné futur.

**Échanges de biens (*External trade in goods*)** : exportations et importations de biens avec les pays hors zone euro, mesurées en termes de valeur et d'indices de volume et de valeur unitaire. Les statistiques relatives aux échanges de biens ne sont pas directement comparables avec les exportations et importations enregistrées dans les comptes nationaux, ces derniers incluant à la fois les opérations intra-zone euro et avec le reste du monde, et englobant les biens et les services. Elles ne sont pas plus entièrement comparables avec la rubrique des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements. Outre les ajustements méthodologiques, la principale différence réside dans le fait que, dans les statistiques relatives aux échanges de biens, les importations incluent les activités d'assurance et de fret alors qu'elles sont enregistrées franco à bord dans les statistiques de balance des paiements.

**Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (*MFI longer-term financial liabilities*)** : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les IFM de la zone euro et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

**Enquêtes auprès des directeurs d'achat de la zone euro (*Eurozone Purchasing Managers' Surveys*)** : enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière et les services effectuées pour un certain nombre de pays de la zone euro et servant à établir des indices. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier de la zone euro est un indicateur pondéré calculé à partir de sous-indices relatifs aux variations de la production, aux nouvelles commandes, à l'emploi, aux délais de livraison des fournisseurs et aux stocks

de marchandises. L'enquête relative au secteur des services de la zone euro comporte des questions sur le volume d'activité, le volume d'activité escompté, le volume des affaires en cours, les nouvelles commandes reçues, l'emploi, les prix des intrants et les prix facturés. L'indice composite de la zone euro est calculé en associant les résultats respectifs des enquêtes sur l'industrie manufacturière et sur le secteur des services.

**Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) [Survey of Professional Forecasters (SPF)]** : enquête trimestrielle menée par la BCE depuis 1999 afin de collecter des prévisions macroéconomiques concernant l'inflation, la croissance du PIB en volume et le chômage dans la zone euro auprès d'un panel d'experts affiliés aux organismes financiers et non financiers de l'UE.

**Enquêtes de la Commission européenne (European Commission surveys)** : enquêtes harmonisées effectuées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs de chaque État membre de l'UE pour le compte de la Commission européenne. Ces enquêtes sous forme de questionnaire s'adressent aux chefs d'entreprise des secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce de détail et des services, ainsi qu'aux consommateurs. À l'issue de chaque enquête mensuelle, des indicateurs composites sont calculés afin de synthétiser, au sein d'un indicateur unique (indicateurs de confiance), les réponses fournies à un certain nombre de questions.

**Enquête sur la distribution du crédit bancaire [Bank lending survey (BLS)]** : enquête trimestrielle, menée par l'Eurosystème depuis janvier 2003, concernant les politiques du crédit. Elle consiste à poser à un échantillon prédéfini de banques de la zone euro des questions qualitatives concernant l'évolution des critères d'octroi des prêts, des modalités de prêt et de la demande de prêts émanant à la fois des entreprises et des ménages.

**Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour) [EONIA (Euro overnight index average)]** : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

**Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (Euro interbank offered rate)]** : taux auquel une banque dite de premier rang est disposée à prêter des fonds (libellés en euros) à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement, à partir des taux d'un échantillon représentatif d'établissements bancaires, pour différentes échéances inférieures ou égales à douze mois.

**Eurosystème (Eurosystem)** : système de banque centrale composé de la BCE et des BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

**Excédent de liquidité (Excess liquidity)** : montant des réserves de banque centrale détenu par les banques en sus des besoins de l'ensemble du système bancaire, qui sont déterminés par les réserves obligatoires et les facteurs autonomes.

**Facilité de dépôt (Deposit facility)** : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles d'effectuer, de leur propre initiative, des dépôts à 24 heures auprès de la BCN de leur juridiction respective. Ces dépôts sont rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé qui représente généralement un plancher pour les taux d'intérêt du marché au jour le jour.

**Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility)** : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles, à leur propre initiative, d'obtenir des crédits à 24 heures

auprès de la BCN de leur juridiction à un taux prédéterminé sous forme d'une opération de cession temporaire. Le taux d'intérêt appliqué aux prêts accordés dans le cadre de la facilité de prêt marginal constitue normalement un plafond pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour.

**Facteurs autonomes de la liquidité** (*Autonomous liquidity factors*) : facteurs de la liquidité ne résultant pas normalement de l'utilisation des instruments de politique monétaire. Il s'agit notamment des billets en circulation, des dépôts de l'administration publique auprès de la banque centrale et des réserves nettes de change de la banque centrale.

**Forward guidance** (**Indications sur l'orientation de la politique monétaire**) : communication du Conseil des gouverneurs sur l'orientation conditionnelle de la politique monétaire en ce qui concerne la trajectoire future des taux directeurs de la BCE.

**Garanties** (*Collateral*) : actifs mis en nantissement ou transférés en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés dans le cadre d'accords de pension. Les garanties utilisées dans les opérations de cession temporaire de l'Eurosystème doivent satisfaire à certains critères d'éligibilité.

**IFM (Institutions financières monétaires)** [MFIs (*monetary financial institutions*)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la zone euro. Elles incluent (a) l'Eurosystème, (b) les établissements de crédit résidents (tels que définis par la législation européenne), (c) les autres institutions financières dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières, ainsi que les établissements de monnaie électronique dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière sous la forme d'émission de monnaie électronique et (d) les OPCVM monétaires, c'est-à-dire des organismes de placement collectif qui investissent dans des instruments à court terme et à faible risque.

**Indice des coûts horaires de main-d'œuvre** (*Hourly labour cost index*) : mesure des coûts de main-d'œuvre comprenant les salaires et traitements bruts (en numéraire ou en nature, y compris les primes) et les autres coûts de main-d'œuvre (les cotisations sociales patronales plus les taxes sur la masse salariale moins les subventions perçues par les employeurs) par heure effectivement travaillée (y compris les heures supplémentaires).

**Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*] : mesure de l'évolution des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

**Indice des salaires négociés** (*Index of negotiated wages*) : mesure de l'issue directe des négociations dans le cadre des conventions collectives en termes de rémunération de base (c'est-à-dire hors primes) au niveau de la zone euro. Cet indice fait référence à la variation moyenne attendue des salaires et traitements mensuels.

**Inflation** (*Inflation*) : augmentation du niveau général des prix, par exemple de l'indice des prix à la consommation.

**Investissements directs** (*Direct investment*) : investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquérir un intérêt durable (en pratique, participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions

ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays. Ils recouvrent les opérations en capital, les bénéfices réinvestis et les autres opérations en capital liées à des prêts intragroupes. Ce poste enregistre les transactions/positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux actifs à l'étranger (« investissements directs des résidents à l'étranger ») et les transactions/positions nettes des non-résidents relatives aux actifs de la zone euro (« investissements directs des non-résidents dans la zone euro »).

**Investissements de portefeuille (*Portfolio investment*)** : transactions et/ou positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations sur actions et titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire). Les opérations sont enregistrées au prix effectif payé ou reçu, moins les commissions et les frais. Pour entrer dans la catégorie des investissements de portefeuille, la part du capital détenue dans une entreprise doit être inférieure à 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote.

**M1** : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des IFM et de l'administration centrale (par exemple : Poste, Trésor).

**M2** : agrégat monétaire intermédiaire comprenant M1 plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des IFM et de l'administration centrale.

**M3** : agrégat monétaire large comprenant M2 plus les instruments négociables, notamment les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM.

**MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]** : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la zone euro et les États membres de l'UE ne participant pas à la phase III de l'UEM.

**Obligations d'État indexées (*Inflation-indexed government bonds*)** : titres de créance émis par les administrations publiques, dont les versements de coupons et la valeur du principal sont liés à un indice de prix à la consommation spécifique.

**Offres d'emploi (*Job vacancies*)** : terme collectif désignant à la fois les créations d'emploi récentes, les emplois non pourvus ou ceux appelés à être vacants dans un avenir proche et ayant donné lieu, sur la période récente, à des démarches actives de la part de l'employeur, en vue de trouver un candidat répondant au profil du poste.

**OPCVM (hors OPCVM monétaires) [*Investment funds (except money market funds)*]** : institutions financières qui regroupent les capitaux levés auprès du public et les investissent dans des actifs financiers et non financiers. Cf., également, IFM.

**Opération de cession temporaire (*Reverse transaction*)** : opération par laquelle la BCN achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

**Opération d'*open market* (*Open market operation*)** : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. Ces opérations recouvrent les opérations de cession temporaire,

les opérations ferme ainsi que les reprises de liquidité en blanc, l'émission de certificats de dette et les *swaps* de change. Les opérations d'*open market* peuvent fournir ou absorber de la liquidité.

**Opération principale de refinancement [Main refinancing operation (MRO)]** : opération d'*open market* effectuée par l'Eurosystème de manière régulière sous forme d'opérations de cession temporaire. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

**Opération de refinancement à plus long terme [Longer-term refinancing operations (LTRO)]** : opération d'*open market* d'une durée supérieure à une semaine effectuée par l'Eurosystème sous forme d'une opération de cession temporaire. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Au cours des turbulences apparues sur les marchés financiers en août 2007, des opérations supplémentaires assorties d'une échéance allant d'une période de constitution de réserves à 36 mois ont été effectuées, selon des fréquences variables.

**Opération de retrait de liquidité (Liquidity-absorbing operation)** : opération par laquelle l'Eurosystème absorbe de la liquidité pour réduire l'excédent de liquidité, ou afin de créer une pénurie de liquidité. Ces opérations peuvent être réalisées sous forme d'émission de certificats de dette ou de reprises de liquidité en blanc.

**Parité de pouvoir d'achat [Purchasing power parity (PPP)]** : taux auquel une monnaie est convertie dans une autre pour égaliser le pouvoir d'achat des deux monnaies en éliminant les différences des niveaux de prix prévalant dans les deux pays concernés. Dans leur forme la plus simple, les parités de pouvoir d'achat montrent le rapport entre des prix exprimés dans la monnaie nationale pour le même bien ou service dans différents pays.

**Point mort d'inflation (Break-even inflation rate)** : écart entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'une obligation indexée sur l'inflation d'échéance comparable (ou qui s'en rapproche le plus).

**Population active (Labour force)** : somme totale des personnes occupant un emploi et des chômeurs.

**Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets)** : créances du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (comme l'or, les devises étrangères — billets et pièces — les titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les dépôts des non-résidents de la zone euro, les pensions, leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires et titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

**Position extérieure [International investment position (i.i.p.)]** : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

**Prix à la production (Industrial producer prices)** : prix sortie d'usine (hors coûts de transport) de tous les produits vendus par l'industrie hors construction sur le marché intérieur des pays de la zone euro, à l'exclusion des importations.

**Procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale (Fixed rate full-allotment tender procedure)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale (taux fixe) et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles

souhaitent obtenir à ce taux, en sachant à l'avance que toutes leurs soumissions seront satisfaites (allocation intégrale).

**Production industrielle (*Industrial production*)** : valeur ajoutée brute créée par l'industrie à prix constants.

**Productivité du travail (*Labour productivity*)** : production pouvant être réalisée avec une quantité donnée de facteur travail. Elle peut être mesurée de plusieurs façons mais correspond généralement au PIB en volume divisé soit par l'emploi total, soit par le nombre total d'heures travaillées.

**Produit intérieur brut (PIB) [*Gross domestic product (GDP)*]** : valeur totale des biens et services produits dans une économie moins les consommations intermédiaires, moins les impôts indirects plus les subventions d'exploitation. Le PIB peut s'entendre dans l'optique produit, dépense ou revenu. Les principaux agrégats de dépense du PIB sont la consommation finale des ménages, la consommation finale des administrations publiques, la formation brute de capital fixe, la variation des stocks, les exportations nettes de biens et services (y compris les échanges intra-zone euro).

**Ratio de déficit (administrations publiques) [*Deficit ratio (general government)*]** : rapport entre le déficit des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif. Il est également désigné par les termes ratio de déficit budgétaire ou ratio de déficit public.

**Ratio dette publique/PIB (administrations publiques) [*Debt-to-GDP ratio (general government)*]** : rapport entre la dette des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif.

**Réduction de créances (*Write-down*)** : ajustement à la baisse de la valeur des prêts enregistrés dans les bilans des IFM lorsqu'il est reconnu que les prêts sont devenus en partie irrécouvrables.

**Rémunération par tête ou par heure travaillée (*Compensation per employee or per hour worked*)** : rémunération totale, en numéraire ou en nature, versée par les employeurs aux salariés, à savoir les salaires et traitements bruts, ainsi que les primes, heures supplémentaires et les cotisations de sécurité sociale versées par l'employeur, divisée par le nombre total de salariés ou par le nombre total d'heures travaillées.

**Réserves obligatoires (*Reserve requirement*)** : obligation faite aux établissements de crédit de constituer un montant minimum de réserves auprès de la banque centrale sur une période de constitution. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte de réserves de l'établissement sur la période de constitution.

**Sociétés d'assurance et fonds de pension (*Insurance corporations and pension funds*)** : sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation de risques.

**Solde budgétaire structurel (administrations publiques) [*Structural fiscal balance (general government)*]** : solde budgétaire effectif corrigé des facteurs conjoncturels (c'est-à-dire solde corrigé du cycle) et des mesures budgétaires exceptionnelles.

**Soutien renforcé du crédit (*Enhanced credit support*)** : mesures non conventionnelles prises par la BCE/l'Eurosystème au cours de la crise financière en vue de soutenir les conditions de financement et les flux de crédit au-delà de ce qui pourrait être réalisé par le seul biais des réductions des taux directeurs de la BCE.

**Stabilité des prix (*Price stability*)** : selon la définition du Conseil des gouverneurs, une progression de l'IPCH inférieure à 2 % par an pour la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

**Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [*Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]** : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les indices de TCE de l'euro sont calculés par rapport à différents groupes de partenaires commerciaux : le TCE-20 comprend les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE, et le TCE-40 recouvre le groupe TCE-20 et vingt autres pays. Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de produits manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

**Taux directeurs de la BCE (*Key ECB interest rates*)** : taux d'intérêt fixés par le Conseil des gouverneurs, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Il s'agit du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt.

**Taux d'intérêt des IFM (*MFI interest rates*)** : taux d'intérêt que les établissements de crédit et autres IFM résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro et aux prêts qui leur sont consentis.

**Taux de soumission maximal (*Maximum bid rate*)** : taux d'intérêt maximal auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations de retrait de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

**Taux de soumission minimal (*Minimum bid rate*)** : taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations d'apport de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

**Titre de créance (*Debt security*)** : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

**Titrisation (*Securitisation*)** : opération ou montage permettant la cession d'un actif ou d'un portefeuille de créances, souvent constitué de prêts (prêts immobiliers, prêts à la consommation, etc.), du cédant (généralement un établissement de crédit) à un véhicule financier. Celui-ci transforme ces actifs en titres négociables en émettant des titres souscrits par les investisseurs. Les flux d'intérêts et de remboursement sur le portefeuille de créances qu'il a achetées aux banques permettent le service de la dette qu'il émet.

**Valeur de référence pour la croissance de M3 (*Reference value for M3 growth*)** : taux de croissance annuel de M3 jugé compatible avec la stabilité des prix à moyen terme.

**Véhicule financier *ad hoc* [Financial vehicle corporation (FVC)]** : entité dont l'activité principale consiste à effectuer des opérations de titrisation. Un véhicule financier *ad hoc* émet généralement des titres négociables qui sont commercialisés auprès du grand public, ou vendus sous forme de placements privés. Ces titres sont adossés à un portefeuille d'actifs (habituellement des prêts) qui sont détenus par le véhicule financier *ad hoc*. Dans certains cas, l'opération de titrisation peut faire intervenir plusieurs véhicules financiers *ad hoc*, l'un détenant les actifs titrisés et un autre émettant les titres adossés à ces actifs.

**Volatilité (*Volatility*)** : degré de fluctuation d'une variable donnée.

**Volatilité implicite (*Implied volatility*)** : volatilité attendue (c'est-à-dire l'écart type) des taux de variation du prix d'un actif, notamment d'une obligation ou d'une action. Elle peut être calculée à partir du prix d'un actif, de sa date d'échéance et du prix d'exercice de ses options, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options, tel que le modèle Black-Scholes.

**Zone euro (*Euro area*)** : zone constituée par les États membres de l'UE dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.



Directeur de la publication : Nathalie AUFAUVRE  
Secrétaire général

Impression : Banque de France

Dépôt légal : Juillet 2014

