



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



## BULLETIN MENSUEL JUIN 2014

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

© Banque centrale européenne, 2014

**Adresse**

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

**Adresse postale**

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

**Téléphone**

+49 69 13 44 0

**Internet**

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

**Télécopie**

+49 69 13 44 60 00

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

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

*La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 4 juin 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
2 Évolutions monétaires et financières	20
Encadré 1 Évolutions récentes de la ventilation sectorielle des prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières	24
Encadré 2 Évolutions récentes du compte financier de la balance des paiements de la zone euro	28
Encadré 3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 12 février au 13 mai 2014	36
3 Prix et coûts	56
Encadré 4 Le rôle des facteurs mondiaux dans les évolutions récentes de l'inflation dans la zone euro	58
Encadré 5 Existe-t-il un risque de déflation ?	67
4 Production, demande et marché du travail	72
Encadré 6 Les tendances récentes du revenu disponible réel des ménages	73
Encadré 7 Données d'enquêtes relatives aux évolutions de l'investissement des PME et des grandes entreprises	79
5 Évolutions budgétaires	91
Encadré 8 Conseils budgétaires dans les pays de l'UE	98
<b>ARTICLE</b>	
Projections macroéconomiques de juin 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème	103
<b>STATISTIQUES DE LA ZONE EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANNEXES</b>	
Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème	I
Le système TARGET (de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel)	V
Publications de la Banque centrale européenne	VII
Glossaire	IX

## ABRÉVIATIONS

### PAYS

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

### AUTRES

AIF	Autres intermédiaires financiers
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BRI	Banque des règlements internationaux
CAF	Coût, assurance et fret à la frontière de l'importateur
CTCI Rév. 4	Classification type pour le commerce international (4 <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

Dans le cadre de son mandat de maintien de la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 5 juin 2014, d'une combinaison de mesures visant à donner une orientation accommodante supplémentaire à la politique monétaire et à soutenir le crédit à l'économie réelle. Ce train de mesures comprend de nouvelles réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE, des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, des travaux préparatoires relatifs aux achats fermes de titres adossés à des actifs (ABS) et une prolongation des appels d'offres à taux fixe et dans lesquels l'intégralité des soumissions est servie. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de suspendre les opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser la liquidité injectée dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (SMP).

Ces décisions sont fondées sur l'analyse économique du Conseil des gouverneurs, qui tient compte des dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, et sur les signaux provenant de l'analyse monétaire. Prises dans leur ensemble, ces mesures contribueront à ramener les taux d'inflation à des niveaux plus proches de 2 %. Les anticipations d'inflation pour la zone euro à moyen et long terme 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 %. Pour l'avenir, le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à maintenir cet ancrage. S'agissant des indications 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. Cette anticipation est confortée par les décisions que le Conseil des gouverneurs a prises le 5 juin 2014. De plus, le cas échéant, la politique monétaire pourra faire rapidement l'objet d'un nouvel assouplissement. 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.

En ce qui concerne les différentes mesures annoncées le 5 juin 2014, le Conseil des gouverneurs a décidé, premièrement, d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 10 points de base, à 0,15 %, et de réduire le taux de la facilité de prêt marginal de 35 points de base, à 0,40 %. Le taux de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base, à - 0,10 %. Ces modifications sont entrées en vigueur le 11 juin 2014. Le taux négatif s'applique également aux avoirs détenus en sus des réserves obligatoires et à certains autres dépôts auprès de l'Eurosystème.

Deuxièmement, afin de soutenir l'activité de prêt bancaire aux ménages et aux sociétés non financières, à l'exception des prêts immobiliers aux ménages, le Conseil des gouverneurs a décidé que l'Eurosystème effectuera une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Ces opérations viendront toutes à échéance en septembre 2018, c'est-à-dire dans quatre ans environ. Les contreparties seront autorisées à emprunter, au départ, 7 % de l'encours total, au 30 avril 2014, de leurs prêts au secteur privé non financier de la zone euro, à l'exception des prêts immobiliers accordés aux ménages. Les prêts consentis au secteur public n'entrent pas dans ce calcul. Le montant initial cumulé potentiel s'élève à quelque 400 milliards d'euros. À cet effet, deux opérations de refinancement à plus long terme ciblées seront réalisées en septembre et en décembre 2014. En outre, de mars 2015 à juin 2016, toutes les contreparties seront autorisées à emprunter, tous les trimestres, un montant pouvant atteindre trois fois la différence entre l'encours net des prêts accordés au secteur privé non financier de la zone euro, à l'exclusion des prêts immobiliers consentis aux ménages, et une référence donnée (*benchmark*) pour une durée précise. Le montant net de prêts correspondra au montant de prêts nouveaux diminué des remboursements. Les cessions, titrisations et dépréciations de prêts n'influent pas sur la mesure du montant net des prêts. Le taux d'intérêt de l'opération de refinancement à plus long terme ciblée correspondra, pour toute la durée de l'opération, au taux

appliqué aux opérations principales de refinancement en cours au moment de la réalisation de l'opération, augmenté d'un *spread* fixe de 10 points de base. Après un délai de 24 mois suivant chaque opération de refinancement à plus long terme ciblée, les contreparties auront la possibilité d'effectuer des remboursements. Un certain nombre de dispositions auront pour objet de garantir que les fonds apportent un soutien à l'économie réelle. Les contreparties n'ayant pas rempli certaines conditions concernant leur encours net de prêts à l'économie réelle seront tenues de rembourser les montants empruntés en septembre 2016.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé d'étendre, au moins jusqu'à septembre 2018, l'éligibilité existante des actifs supplémentaires admis en garantie, notamment dans le cadre des créances privées supplémentaires.

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé d'intensifier les travaux préparatoires relatifs aux achats fermes sur le marché des ABS, afin d'améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Dans le cadre de cette initiative, l'Eurosystème envisagera l'acquisition de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS) simples et transparents, ayant pour actifs sous-jacents des créances vis-à-vis du secteur privé non financier de la zone euro, en tenant compte des modifications souhaitables de l'environnement réglementaire, et œuvrera dans ce sens avec d'autres institutions concernées.

Quatrièmement, conformément aux indications sur l'orientation de la politique monétaire et à sa détermination à conserver une orientation très accommodante et à contenir la volatilité des marchés monétaires, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à effectuer les opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, dans lesquels la totalité des soumissions est servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves s'achevant en décembre 2016. En outre, il a décidé 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. Les taux appliqués lors de ces opérations seront égaux au taux moyen des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée de l'opération concernée. De plus, le Conseil des gouverneurs a 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 (SMP).

S'agissant de 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. Cette évolution confirme la poursuite d'une reprise progressive, son rythme étant toutefois légèrement plus faible que prévu. Selon les données d'enquêtes les plus récentes, la croissance a également été modérée au deuxième trimestre 2014. Par la suite, la demande intérieure devrait continuer d'être soutenue par une série de facteurs tels que l'orientation accommodante de la politique monétaire, les effets de l'amélioration en cours des conditions de financement sur l'économie réelle, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles et l'accroissement du revenu disponible réel sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie. Cela étant, même si les marchés du travail ont montré de nouveaux signes d'une 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 avril, 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.

Ce scénario prévoyant une reprise modérée ressort également des projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une hausse

du PIB annuel en volume de 1,0 % en 2014, de 1,7 % en 2015 et de 1,8 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2014 établies par les services de la BCE, la projection de croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse pour 2014 et à la hausse pour 2015.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés 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. D'autres risques à la baisse ont trait à une demande intérieure plus faible que prévu et à une mise en œuvre insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro, ainsi qu'à une croissance moins forte des exportations.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,5 % en mai 2014, après 0,7 % en avril. Ce taux est plus faible que prévu. Sur la base des informations à la disposition du Conseil des gouverneurs lors de sa réunion du 5 juin 2014, la progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de s'accélérer, graduellement toutefois, en 2015 et en 2016, justifiant ainsi les décisions prises par le Conseil des gouverneurs. 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 %. Au cours de la période à venir, le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à maintenir cet ancrage.

L'évaluation du Conseil des gouverneurs a été confirmée par les projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une progression annuelle de l'IPCH de 0,7 % en 2014, de 1,1 % en 2015 et de 1,4 % en 2016. Au dernier trimestre 2016, la hausse annuelle de l'IPCH devrait ressortir à 1,5 %. Par rapport aux projections macroéconomiques établies par les services de la BCE en mars 2014, les projections d'inflation pour 2014, 2015 et 2016 ont été révisées à la baisse. Il convient de souligner que les projections reposent sur un certain nombre d'hypothèses techniques relatives, notamment, aux taux de change et aux cours du pétrole, et que l'incertitude les entourant s'accroît avec l'allongement de l'horizon de projection.

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, il 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 avril 2014 continuent d'indiquer une expansion sous-jacente atone de la monnaie au sens large (M3). La croissance annuelle de M3 s'est encore ralentie à 0,8 % en avril, après 1,0 % en mars. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire étroit M1 est revenue à 5,2 % en avril, après 5,6 % en mars. Dans le passé récent, le principal facteur soutenant l'expansion annuelle de M3 a été 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.

Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est inscrit à - 2,7 % en avril 2014, après - 3,1 % en mars. La faible dynamique des prêts aux sociétés non financières continue de traduire le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit ainsi que l'ajustement en cours des bilans dans les secteurs financier et non financier. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à 0,4 % en avril 2014, soit un niveau globalement inchangé depuis début 2013.

En résumé, un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire a conduit le Conseil des gouverneurs à décider d'une combinaison de mesures permettant d'accentuer l'orientation accommodante de la politique monétaire et de favoriser l'octroi de crédits à l'économie réelle.

Afin de renforcer la reprise économique, les banques et les responsables de la politique économique de la zone euro doivent intensifier leurs efforts. Dans ce contexte de faible croissance du crédit, l'évaluation complète des bilans des banques qui est effectuée actuellement revêt une importance primordiale. Les banques doivent mettre pleinement à profit cet exercice pour améliorer leur solvabilité et leur niveau de fonds propres, contribuant ainsi à atténuer les restrictions pesant sur l'offre de crédit qui pourraient freiner la reprise. Dans le même temps, les responsables de la politique économique de la zone euro doivent poursuivre leur action dans les domaines de la politique budgétaire et des réformes structurelles.

En ce qui concerne les finances publiques, les projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème font état de nouveaux progrès sur la voie du rétablissement de finances publiques saines dans la zone euro. Le déficit agrégé des administrations publiques de la zone devrait se réduire progressivement, revenant de 3,0 % du PIB en 2013 à 2,5 % en 2014. Pour 2015 et 2016, un nouveau recul est attendu, à 2,3 % et 1,9 %, respectivement. La dette des administrations publiques devrait culminer à 93,4 % du PIB cette année. Par la suite, elle devrait diminuer, pour s'établir à 91 % environ en 2016. S'agissant des réformes structurelles, des mesures importantes ont été prises pour améliorer la compétitivité et accroître la capacité d'ajustement des marchés du travail et des biens et services des pays, même si les progrès ont été inégaux et sont loin d'être achevés. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs prend note des recommandations de la Commission européenne en matière de politiques budgétaires et structurelles, publiées le 2 juin 2014, selon lesquelles il convient de continuer à réduire les déséquilibres budgétaires et macroéconomiques. La recommandation au Conseil de l'Union européenne de mettre un terme à la procédure de déficit excessif engagée à l'encontre de quatre pays de la zone euro témoigne de nouvelles avancées vers le rétablissement de finances publiques saines. Toutefois, il appartient aux pays de la zone euro de ne pas compromettre les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. Une mise en œuvre complète et cohérente du cadre de surveillance macroéconomique de la zone euro, ainsi que l'application des mesures nécessaires par les pays de la zone, contribueront à renforcer le potentiel de croissance, à accroître la résistance de la zone euro aux chocs et à faciliter la création d'emplois.

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



# ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

## I ENVIRONNEMENT EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO

L'économie mondiale reste sur le chemin d'une reprise progressive, bien que le rythme de la croissance se soit légèrement ralenti au premier trimestre 2014 sous l'effet de facteurs temporaires affectant principalement les États-Unis et la Chine. Les effets défavorables de ces facteurs se dissipent progressivement et l'activité économique mondiale devrait s'accélérer dans les prochains mois, soutenue à la fois par les économies avancées et les économies émergentes. Cependant, les tendances de fond continuent de faire état d'une modification de la dynamique de la croissance en faveur des économies avancées, la reprise de l'économie mondiale demeurant globalement modeste. La dynamique des échanges commerciaux s'est modérée depuis le début de l'année, en phase avec le ralentissement de l'activité. L'inflation mondiale s'est légèrement accentuée au premier trimestre, mais reste faible, reflétant la modération des évolutions des prix de l'énergie et la persistance de la sous-utilisation des capacités dans l'économie.

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

L'activité économique mondiale continue de se redresser progressivement, en dépit d'une légère faiblesse au premier trimestre 2014. Les estimations provisoires relatives au premier trimestre indiquent que la croissance du PIB au sein du G20 hors zone euro a atteint 0,7 % en rythme trimestriel, résultat légèrement inférieur à celui du second semestre 2013, en dépit de la persistance d'évolutions divergentes entre pays (cf. tableau 1). Des facteurs temporaires, notamment un hiver inhabituellement rigoureux aux États-Unis et la mise à l'arrêt de certaines industries lourdes en Chine afin de limiter la pollution de l'air, ont affecté défavorablement la consommation et l'investissement, respectivement, dans ces deux pays. Au Japon, l'anticipation de la hausse des taxes sur la consommation du 1<sup>er</sup> avril 2014 s'est traduite par une consommation anticipée et une plus forte progression du PIB au premier trimestre. Au Royaume-Uni, l'activité économique est restée soutenue grâce à la robustesse de la demande intérieure. Dans les autres pays, les tensions géopolitiques entre la Russie et l'Ukraine ont pesé défavorablement sur les perspectives de croissance à court terme de la région, suscitant des inquiétudes quant à d'éventuelles répercussions plus larges sur l'économie mondiale en cas d'aggravation de ces tensions (cf. l'encadré 3 de l'article du présent *Bulletin mensuel*).

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

	Taux de croissance annuels					Taux de croissance trimestriels		
	2012	2013	2013 T3	2013 T4	2014 T1	2013 T3	2013 T4	2014 T1
G20 <sup>1)</sup>	2,9	2,8	3,1	3,3	3,4	1,0	0,8	0,6
G20 (hors zone euro) <sup>1)</sup>	3,6	3,4	3,8	3,9	3,9	1,2	0,9	0,7
États-Unis	2,8	1,9	2,0	2,6	2,0	1,0	0,7	-0,2
Japon	1,4	1,6	2,5	2,5	2,7	0,3	0,1	1,5
Royaume-Uni	0,3	1,7	1,8	2,7	3,1	0,8	0,7	0,8
Danemark	-0,4	0,4	0,9	0,5	1,5	0,3	-0,5	0,9
Suède	1,3	1,6	0,6	3,0	1,8	0,3	1,6	-0,1
Suisse	1,0	2,0	2,1	1,9	1,7	0,5	0,2	0,5
Brésil	1,0	2,5	2,4	2,2	1,9	-0,3	0,4	0,2
Chine	7,7	7,7	7,8	7,7	7,4	2,3	1,7	1,4
Inde	4,9	4,7	5,2	4,4	6,1	2,0	1,2	2,0
Russie <sup>2)</sup>	3,4	1,3	1,3	2,0	0,9	0,6	0,9	-
Turquie	2,1	4,0	4,3	4,4	-	0,8	0,5	-
Pologne	2,1	1,6	2,0	2,5	3,5	0,8	0,7	1,1
République tchèque	-0,9	-0,9	-1,0	1,1	2,5	0,4	1,5	0,4
Hongrie	-1,7	1,2	1,8	2,9	3,2	1,1	0,7	1,1

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

1) Les chiffres pour 2014 T1 sont des estimations fondées sur les dernières données disponibles.

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

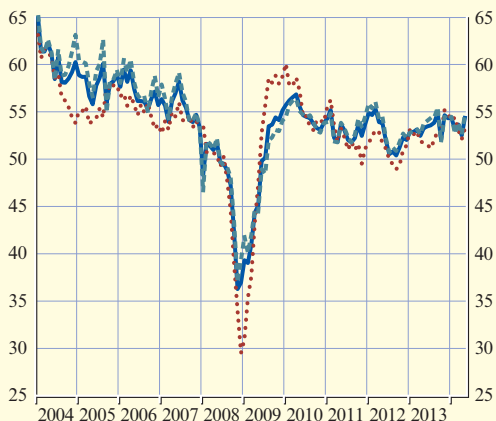
Les indicateurs récents relatifs au climat des affaires font état d'une amélioration des perspectives de l'économie mondiale pour le reste de l'année, dans un contexte de poursuite de la rotation de la croissance entre les régions. Alors que l'on observe un raffermissement dans les économies avancées en raison d'un regain de confiance, de l'amélioration des bilans du secteur privé et de politiques accommodantes, les perspectives des économies de marché émergentes restent plutôt modérées, en raison de l'affaiblissement de la demande intérieure, du durcissement des conditions de financement et, pour certaines économies, des inversions des flux de capitaux et des incertitudes politiques qui pèsent sur l'activité. Les conditions financières mondiales sont restées globalement stables et devraient continuer de soutenir la reprise. L'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale (hors zone euro) a légèrement progressé en mai sous l'effet d'une nette amélioration des indices relatifs aux États-Unis et au Japon. Cette évolution reflète en partie la dissipation de l'incidence des perturbations temporaires précédemment mentionnées de l'activité économique aux États-Unis, suggérant un regain de vigueur de l'ensemble de l'économie mondiale au deuxième trimestre (cf. graphique 1). Dans le même temps, l'indicateur composite avancé de l'OCDE pour mars 2014 et l'indicateur ressortant de l'enquête *World Economic Climate* menée par l'Institut Ifo pour le deuxième trimestre 2014 confirment le caractère progressif et irrégulier de la reprise mondiale (cf. graphique 2).

Après s'être redressés au second semestre 2013, les échanges commerciaux se sont modérés au premier trimestre 2014 dans un contexte de ralentissement de l'activité mondiale. Selon le Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), les importations mondiales de biens en volume ont légèrement diminué, de 0,1 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2014, après une progression de 1,3 % au dernier trimestre 2013, soit un rythme très inférieur à la moyenne de

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

(cvs ; données mensuelles)

- Indice global
- ... Indice du secteur manufacturier
- - - Indice du secteur des services

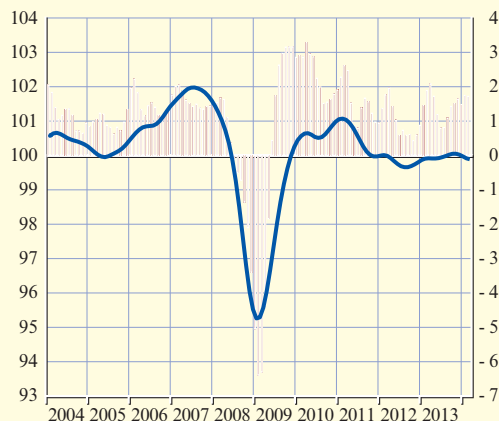


Source : Markit

**Graphique 2** Indicateur composite avancé et production industrielle

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

- Indicateur composite avancé (échelle de gauche)
- Production industrielle (échelle de droite)



Sources : OCDE et calculs de la BCE

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

Tableau 2 Évolution des prix dans une sélection d'économies

(variations annuelles en pourcentage)								
	2012	2013	2013 Décembre	2014 Janvier	2014 Février	2014 Mars	2014 Avril	2014 Mai
OCDE	2,3	1,6	1,6	1,7	1,4	1,6	2,0	–
États-Unis	2,1	1,5	1,5	1,6	1,1	1,5	2,0	–
Japon	0,0	0,4	1,6	1,4	1,5	1,6	3,4	–
Royaume-Uni	2,8	2,6	2,0	1,9	1,7	1,6	1,8	–
Danemark	2,4	0,5	0,4	0,8	0,3	0,2	0,5	–
Suède	0,9	0,4	0,4	0,2	0,1	- 0,4	0,3	–
Suisse	- 0,7	- 0,2	0,1	0,1	- 0,1	- 0,1	0,2	–
Brésil	5,4	6,2	5,9	5,6	5,7	6,2	6,3	–
Chine	2,6	2,6	2,5	2,5	2,0	2,4	1,8	–
Inde	9,7	10,1	9,9	8,8	8,0	8,3	8,6	–
Russie	5,1	6,8	6,5	6,0	6,2	6,9	7,3	7,6
Turquie	8,9	7,5	7,4	7,8	7,9	8,4	9,4	9,7
Pologne	3,7	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	0,3	–
République tchèque	3,5	1,4	1,5	0,3	0,3	0,3	0,2	–
Hongrie	5,7	1,7	0,6	0,8	0,3	0,2	- 0,2	–
Pour mémoire : Inflation sous-jacente de l'OCDE	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0	–

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

long terme. Le fléchissement du premier trimestre 2014, conforme au ralentissement de la croissance du commerce mondial observé depuis décembre 2013, s'est concentré sur les économies de marché émergentes, résultant de baisses significatives en Asie et en Europe centrale et orientale. Dans les économies avancées, le ralentissement observé aux États-Unis a été contrebalancé par une forte progression des importations japonaises, probablement liée à des achats anticipés effectués par les consommateurs avant la hausse des taxes sur la consommation le 1<sup>er</sup> avril. Toutefois, l'indice global des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a rebondi en mai 2014, montrant des signes de stabilisation du commerce mondial au deuxième trimestre.

Pour l'avenir, selon les projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème (cf. l'article du présent *Bulletin mensuel*), l'activité mondiale devrait se renforcer progressivement sur l'horizon de prévision, mais la reprise devrait rester modérée. Les économies avancées devraient bénéficier de circonstances moins défavorables, avec l'atténuation du processus de désendettement dans le secteur privé et l'assainissement budgétaire qui renforcera la confiance et soutiendra la demande intérieure et l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail. Le renforcement de la demande extérieure des économies avancées devrait soutenir les exportations dans les économies de marché émergentes, compensant en partie les contraintes imposées à la croissance par les obstacles structurels, les éventuels besoins de rééquilibrage et l'ajustement aux perspectives de normalisation de la politique monétaire aux États-Unis. Globalement, le profil de la croissance mondiale est légèrement plus faible à court terme mais reste ensuite inchangé par rapport aux projections de mars 2014.

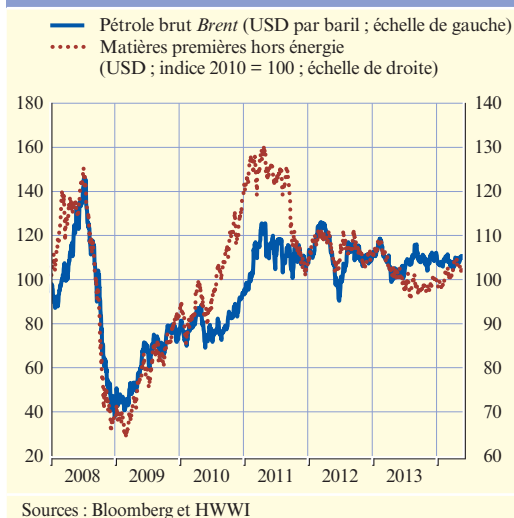
La balance des risques pesant sur les perspectives mondiales reste orientée à la baisse. Des risques géopolitiques et les évolutions observées dans les économies de marché émergentes et sur les marchés financiers internationaux pourraient avoir une incidence négative sur la situation économique.

## 1.2 ÉVOLUTION DES PRIX AU NIVEAU MONDIAL

L'inflation mondiale reste faible comparée à ses moyennes historiques, reflétant les évolutions modérées des prix de l'énergie et l'existence d'importantes capacités de production inutilisées dans le monde.

Après une baisse au dernier trimestre 2013, la hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est légèrement accentuée au premier trimestre 2014. Cette tendance haussière s'est poursuivie au début du deuxième trimestre, l'indicateur ressortant à 2,0 % en glissement annuel en avril, après 1,6 % en mars, en raison de la hausse de toutes ses composantes. Hors produits alimentaires et énergie, le taux d'inflation annuel dans la zone OCDE a également augmenté pour atteindre 2,0 % en avril. L'accélération de l'inflation a été observée dans la plupart des économies avancées et des économies de marché émergentes, l'exception la plus notable étant celle de la Chine (cf. tableau 2). Par la suite, l'inflation devrait demeurer contenue au niveau mondial, en particulier dans les économies avancées, dans un contexte de modération des prix des matières premières et de persistance de la sous-utilisation des capacités dans l'économie. Dans la plupart des économies avancées, même si l'inflation globale se situe désormais à des niveaux inférieurs aux objectifs des banques centrales, les anticipations d'inflation tirées des données d'enquêtes et des indicateurs des marchés financiers demeurent ancrées à moyen et à long terme.

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



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. Les cours du *Brent* ont été relativement stables au cours des derniers mois, se situant dans une fourchette de 106 à 111 dollars le baril (cf. graphique 3). Le 4 juin 2014, le cours du *Brent* se situait à 109 dollars le baril, soit un niveau supérieur de 7 % environ à celui enregistré un an auparavant. La stabilité persistante des prix du pétrole reflète l'interaction entre les facteurs d'offre et de demande. Selon l'Agence internationale de l'énergie, la croissance de la demande mondiale de pétrole demeure atone, en ligne avec la modération de la croissance mondiale. Cela étant, des conflits politiques et des questions 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 avril par rapport aux faibles niveaux observés en mars. Les intervenants de marché s'attendent à une légère baisse des cours du pétrole à moyen terme, les contrats à terme décembre 2015 sur le *Brent* se négociant à 101 dollars le baril.

En moyenne, les cours des matières premières hors énergie ont diminué en mai, essentiellement sous l'effet d'une baisse des prix des produits alimentaires. En raison de conditions météorologiques plus favorables, les baisses des prix du blé et du café ont en partie compensé les hausses des prix des produits alimentaires observées en avril. 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.

### 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. Ce premier taux de croissance trimestriel négatif enregistré depuis

trois ans a essentiellement reflété les conditions météorologiques exceptionnellement rigoureuses qui ont affaibli l'activité économique (cf. tableau 1). Selon la deuxième estimation du Bureau d'analyse économique (*Bureau of Economic Analysis*), le PIB en volume a reculé de 1,0 % en rythme annualisé (- 0,2 % en glissement trimestriel), après une hausse de 2,6 % (0,7 % en glissement trimestriel) au quatrième trimestre 2013. Le PIB en volume a été révisé à la baisse par rapport à la hausse de 0,1 % ressortie de la première estimation, en raison d'une plus forte contribution négative des stocks et des exportations nettes, partiellement compensée par une moindre réduction de la FBCF. 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, ainsi qu'un recul de la FBCF. Sur une note plus positive, les dépenses de consommation privée ont relativement bien résisté, tandis que les dépenses publiques ont diminué plus lentement qu'au trimestre précédent.

Les indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre vont dans le sens d'une accélération de la croissance. La consommation privée devrait rester solide, comme l'attestent la vigueur des ventes au détail et l'amélioration de la confiance des consommateurs. La poursuite de la reprise du marché de l'emploi est un autre facteur de soutien de la consommation privée à court terme. Du côté de l'offre, les progrès récents de la production manufacturière et des commandes à l'industrie rendent compte également d'un regain d'activité au deuxième trimestre, conformément aux indicateurs tirés des enquêtes auprès des chefs d'entreprise en mai. D'autre part, les risques à la baisse pesant sur l'investissement résidentiel se sont accrus, en lien avec la faiblesse persistante de certains indicateurs relatifs au logement, en dépit de quelques signes récents suggérant qu'un plancher a été atteint. Par exemple, les critères d'octroi de prêts hypothécaires demeurent restrictifs, et malgré quelques signes de reprise en avril, les mises en chantier et les ventes de logements se sont essouffées ces derniers mois. La reprise devrait s'accélérer au second semestre, sous l'effet d'une réduction de l'incidence négative liée au resserrement budgétaire, de conditions financières favorables, du maintien d'une politique monétaire accommodante, et d'un redressement progressif des marchés de l'immobilier résidentiel et du travail. De plus, la dissipation des pressions à la baisse liées au désendettement des ménages et l'accroissement de leur patrimoine devraient soutenir la reprise de la consommation privée.

La hausse annuelle de l'IPC a atteint 2,0 % en avril 2014, après 1,5 % en mars, principalement en raison d'une forte augmentation des prix de l'énergie et d'une hausse soutenue des prix des produits alimentaires. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle est ressortie à 1,8 % en avril, après 1,7 % en mars. La forte hausse annuelle de l'IPC en avril a été influencée par d'importants effets de base annuels touchant la composante énergie, qui devraient se dissiper au cours des prochains mois. Par la suite, l'importante sous-utilisation des capacités de production devrait contenir les tensions sous-jacentes 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 30 avril 2014, un ralentissement du rythme de ses achats mensuels d'actifs de 10 milliards de dollars supplémentaires, les ramenant ainsi à 45 milliards par mois à compter de mai. Cette réduction est répartie de façon égale entre les achats de titres adossés à des créances hypothécaires (de 25 milliards de dollars à 20 milliards) et les bons du Trésor à long terme (de 30 milliards à 25 milliards). Le Comité a réaffirmé que, pour déterminer la durée du maintien de la fourchette de 0 % à 0,25 % du 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 chiffres relatifs aux évolutions financières ».

## JAPON

Le ralentissement de l'activité économique au deuxième semestre 2013 s'est inversé au premier trimestre 2014, le PIB ayant progressé de 1,5 % en glissement trimestriel selon la première

estimation provisoire publiée par les autorités nippones. Cette accélération a été plus forte que les anticipations du marché et peut être attribuée à la consommation privée, des dépenses ayant été effectuées avant le relèvement de la taxe sur la consommation le 1<sup>er</sup> avril. Les importations et les exportations ont aussi enregistré de fortes hausses, de 6,3 % et 6,0 % respectivement en rythme trimestriel, mais cette évolution a coïncidé avec une modification de leur mode d'enregistrement. Toutefois, une part de la hausse des exportations reflète également une anticipation de la dépense privée avant le relèvement de la taxe sur la consommation. Après une forte progression au premier trimestre, le PIB devrait se contracter au deuxième trimestre, sous l'effet de la baisse de la consommation privée associée au rééquilibrage de la dépense. Les données solides et les données d'enquêtes les plus récentes confortent ces perspectives. En avril, les ventes au détail ont nettement diminué, de 4,4 % en glissement annuel. L'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier a légèrement progressé en mai, mais il demeure bien inférieur aux valeurs plus robustes enregistrées aux deux trimestres précédents. Un retour à des rythmes de croissance plus modérés est attendu au deuxième semestre 2014.

La hausse annuelle de l'IPC s'est nettement accentuée, passant de 1,6 % en mars à 3,4 % en avril. Hors produits alimentaires, boissons et énergie, elle a augmenté de 1,6 point de pourcentage, ressortant à 2,3 % en avril. La reprise de l'inflation en avril résulte du relèvement de la taxe sur la consommation, passée de 5 % à 8 % le 1<sup>er</sup> avril. La Banque du Japon estime, après prise en compte des mesures transitoires, que la répercussion complète de ce relèvement a apporté une contribution de 1,9 point de pourcentage à la hausse de l'IPC en avril. En revanche, les anticipations d'inflation à long terme, mesurées par l'enquête QUICK, sont demeurées stables à 1,5 % en mai.

Lors de sa réunion du 21 mai 2014, la Banque du Japon a décidé de laisser inchangées ses cibles de base monétaire.

### **ROYAUME-UNI**

Au Royaume-Uni, les bonnes performances économiques observées en 2013 se sont poursuivies en 2014. Au premier trimestre 2014, le PIB en volume a augmenté de 0,8 % en rythme trimestriel. La croissance a été soutenue par la robustesse de la demande intérieure, qui reflète une amélioration de l'emploi, une inflation faible et la vigueur des investissements. Plusieurs indicateurs relatifs à l'activité et à la confiance ont continué de s'améliorer, suggérant une persistance du rythme d'expansion soutenu au deuxième trimestre. À moyen terme, cependant, des gains de productivité relativement réduits, conjugués à la nécessité d'un ajustement des bilans des secteurs privés et publics, pourraient peser un certain temps sur la progression du PIB potentiel. La robustesse de la croissance potentielle s'est accompagnée d'une amélioration de la situation sur le marché du travail, le chômage ayant à nouveau reculé, à 6,8 %, sur la période de trois mois s'achevant en mars 2014.

Reflétant les effets saisonniers liés au calendrier des fêtes de Pâques, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC a augmenté de 0,2 point de pourcentage, à 1,8 % en avril 2014, mais elle est demeurée en deçà de l'objectif de 2 % de la banque centrale. Au cours des prochains mois, les tensions inflationnistes devraient restées limitées durant un certain temps, reflétant l'existence de capacités inutilisées dans l'économie ainsi que les effets décalés de la récente appréciation de la devise britannique. 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.

### **AUTRES PAYS EUROPÉENS**

En Suède, l'activité économique a légèrement fléchi début 2014, de 0,1 % en rythme trimestriel, après une croissance étonnamment élevée au quatrième trimestre de l'année dernière. Au Danemark,

l'activité économique a été robuste début 2014, progressant de 0,9 %, en rythme trimestriel, après avoir affiché une performance modeste à la fin de l'année dernière. Dans les deux pays, ces évolutions sont essentiellement imputables à la demande intérieure. En ce qui concerne la période à venir, sur l'ensemble de 2014, la croissance du PIB en volume devrait se renforcer dans les deux pays. S'agissant de l'évolution des prix, la hausse de l'IPCH est demeurée globalement modérée au cours des derniers mois, ressortant à 0,5 % au Danemark et 0,3 % en Suède en avril.

Dans les principaux pays d'Europe centrale et orientale (PECO) appartenant à l'UE, le redressement de l'activité s'est poursuivi. Selon des données provisoires, au premier trimestre 2014, le PIB en volume a fortement augmenté en Pologne et en Hongrie, progressant de 1,1 % en rythme trimestriel, tandis qu'il est demeuré globalement inchangé en République tchèque et en Roumanie. Pour la suite, l'activité économique dans ces pays devrait continuer de se renforcer en 2014, de plus en plus soutenue par la demande intérieure. Nonobstant les risques associés aux possibles tensions géopolitiques dans la région, les exportations devraient enregistrer de bonnes performances, reflétant l'incidence de plusieurs projets d'investissements directs étrangers qui devraient atteindre leur pleine capacité en 2014. Au cours des derniers mois, l'IPCH annuel a continué de décliner dans les principaux PECO, atteignant des niveaux historiquement bas dans plusieurs pays. L'inflation a été freinée par la faible progression des prix des produits alimentaires et de l'énergie, par la dissipation des effets de base liés aux précédentes hausses (ou, plus récemment, à des réductions de la fiscalité indirecte et des prix administrés), ainsi que par des tensions contenues sur les coûts d'origine interne. À plus long terme, l'inflation devrait légèrement s'accélérer dans un contexte de resserrement des écarts de production et de hausse de l'inflation importée.

En Turquie, la croissance a continué de se ralentir au quatrième trimestre 2013, revenant à 0,5 % en rythme trimestriel, mais elle est demeurée comparativement robuste, malgré un environnement financier moins favorable sur le plan tant intérieur qu'extérieur. Les indicateurs économiques disponibles pour 2014 font état d'un ralentissement de l'activité, reflétant le resserrement de la politique monétaire et des conditions de la distribution du crédit aux particuliers, ainsi que l'intensification des tensions politiques dans la période qui a précédé les élections locales, alors que la demande extérieure a probablement soutenu la production au premier trimestre 2014. Malgré la hausse des taux d'intérêt directeurs de la banque centrale en janvier, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC s'est à nouveau accélérée et reste nettement supérieure à l'objectif de la banque centrale en raison des répercussions de la dépréciation de la livre turque, des anticipations d'une hausse de l'inflation et de l'évolution défavorable des prix des produits alimentaires.

En Russie, la croissance a été relativement soutenue au quatrième trimestre 2013, ressortant à 0,9 % en rythme trimestriel, à la faveur d'une forte hausse des exportations, tandis que les importations se sont contractées en raison de la faiblesse de la demande intérieure. Au premier trimestre 2014, les répercussions de la crise en Ukraine ont probablement affecté l'économie de manière significative, les resserrements successifs de la politique monétaire par la banque centrale et une reprise des sorties de capitaux ayant entraîné une augmentation des coûts de financement pour les ménages et les entreprises. Dans le même temps, l'accroissement des risques politiques et de l'incertitude ont probablement exercé une incidence négative sur les décisions d'investissement et de consommation. Dans un contexte de dépréciation importante du rouble depuis le deuxième semestre 2013, l'inflation a dépassé la fourchette objectif de la banque centrale au premier trimestre 2014.

#### **PAYS ÉMERGENTS D'ASIE**

En Chine, la croissance a poursuivi la tendance baissière observée depuis la fin de l'année dernière. Au premier trimestre 2014, la croissance du PIB en volume est revenue à 7,4 % en rythme annuel,

contre 7,7 % au trimestre précédent. En rythme trimestriel, la croissance s'est établie à 1,4 %, contre 1,7 % au trimestre précédent, en raison de facteurs temporaires et de la faiblesse de l'investissement, résidentiel notamment. Dans les mois à venir, la croissance devrait se raffermir, en liaison avec un renforcement de la demande extérieure en provenance des économies avancées et des mesures de relance monétaire et budgétaire modérées. Les autorités continuent de souligner que la Chine s'oriente vers une trajectoire de croissance moins soutenue mais plus durable et que les anticipations de croissance devraient s'adapter en conséquence.

Les tensions sur les prix demeurent faibles, l'IPC annuel continuant de fluctuer autour de 2 %, tandis que l'indice des prix à la production reste négatif. L'expansion du crédit a continué de se ralentir, en raison notamment de la contraction des volumes de prêts à court terme et du crédit non bancaire, ce qui semble dénoter une amélioration de la qualité du crédit. Les exportations nettes se sont stabilisées en termes annuels, après le net recul observé plus tôt dans l'année. Dès lors, l'excédent commercial s'est quelque peu redressé, restant toutefois faible en perspective historique.

En ce qui concerne les autres économies émergentes d'Asie, après s'être redressée au deuxième semestre de l'année dernière, la croissance s'est modérée début 2014, en liaison avec les effets en chaîne du ralentissement de la croissance en Chine, notamment pour les autres économies asiatiques avec lesquelles elle entretient des liens économiques et financiers. Toutefois, les perspectives s'améliorent en Inde et dans les autres économies émergentes d'Asie ayant engagé des réformes et réduit leurs déséquilibres. Par conséquent, les perspectives de reprise économique demeurent fermes, en particulier pour les économies exportatrices qui bénéficieront de l'accélération progressive de la demande en provenance des économies avancées.

Si l'on examine plus en détail certaines économies, la croissance en Inde a été globalement atone en 2013 mais s'est redressée au premier trimestre 2014, ressortant à 6,1 % sur la base des dépenses. Cette hausse du PIB résulte d'une reprise de la consommation, mais les exportations sont également demeurées robustes, reflétant des gains de compétitivité et une demande accrue en provenance des économies avancées. Dans le même temps, les importations ont été modérées en raison des restrictions à l'importation d'or, entraînant une amélioration significative du solde des transactions courantes. Globalement, les prix ont reculé assez rapidement au premier trimestre 2014, mais le renchérissement des produits alimentaires et un redressement de l'activité pourraient exercer des tensions à la hausse sur les prix. L'économie indonésienne a progressé de 1,0 % au premier trimestre 2014, soit un niveau nettement plus faible que la croissance de 1,5 % enregistrée au quatrième trimestre 2013. Ce ralentissement est principalement dû à la baisse des exportations et de la demande intérieure, les hausses des taux d'intérêt à hauteur de 175 points de base observées en 2013 commençant à affecter l'investissement. La diminution des cours du pétrole et la faiblesse de la demande se sont traduites par une nouvelle baisse de l'IPC, qui est revenu à 7,3 % en avril mais reste nettement supérieur à la fourchette cible d'inflation (3,5 % – 5,5 %). En Corée du Sud, la robustesse de l'investissement et des exportations a continué de soutenir la croissance du PIB, qui s'est établie à 0,9 % au premier trimestre 2014. L'accélération de la croissance alimente une hausse de l'inflation, qui s'est inscrite à 1,5 % en avril 2014, demeurant toutefois en deçà de la fourchette objectif de 2 % – 4 % de la Banque de Corée.

#### **MOYEN-ORIENT ET AFRIQUE**

Les performances de croissance des pays du Moyen-Orient sont demeurées contrastées fin 2013 et début 2014. Les économies exportatrices de pétrole ont continué de bénéficier d'une expansion solide de l'activité, tandis que la production dans les parties de la région affectées par le « printemps arabe » a pâti des tensions politiques persistantes et des troubles sociaux, qui ont retardé la mise en place



de politiques économiques propices à une accélération de la croissance et retardé une reprise plus vigoureuse des dépenses du secteur privé. En Afrique sub-saharienne, la croissance est demeurée forte, soutenue par le redressement modéré de l'activité au Nigéria et en Afrique du Sud et les investissements en cours dans les infrastructures et les industries extractives.

## AMÉRIQUE LATINE

En Amérique latine, l'activité économique s'est légèrement accélérée fin 2013, demeurant toutefois atone au cours des premiers mois de 2014, avec des différences importantes entre les principales économies de la région. Des contraintes du côté de l'offre et une marge de manœuvre limitée des mesures de politique contracycliques dans un contexte d'inflation élevée freinent la production au Brésil, tandis que des déséquilibres intérieurs croissants et les tensions sur les changes pèsent sur la confiance et les performances économiques en Argentine. En revanche, l'activité économique au Mexique bénéficie d'un redressement de la demande extérieure, notamment des États-Unis, et de la normalisation des dépenses publiques, les facteurs transitoires qui avaient affaibli la demande en 2013 ayant continué de s'atténuer. Par la suite, la croissance devrait progressivement se renforcer en 2014, à la faveur de l'amélioration de la demande mondiale, tout en demeurant inférieure à sa tendance historique.

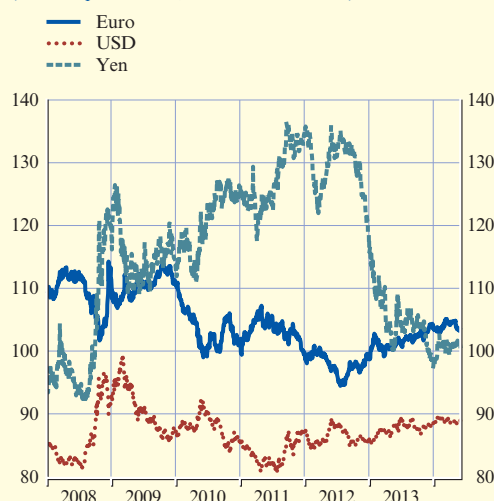
Au Brésil, la croissance du PIB en volume s'est ralentie au premier trimestre 2014, à 0,2 % en rythme trimestriel, contre 0,4 % au trimestre précédent. Cette décélération reflète le recul de la demande intérieure et la contribution négative des exportations nettes, qui ont été en partie compensés par un niveau élevé d'accumulation des stocks. Malgré un taux de croissance bas, les tensions inflationnistes se sont de nouveau intensifiées au cours des derniers mois, traduisant dans une certaine mesure un choc lié à l'offre de produits alimentaires résultant d'une sécheresse sévère dans le sud du pays qui a affecté les récoltes et entraîné un renchérissement des produits alimentaires. Ce facteur, conjugué à des anticipations d'inflation élevées, a incité la banque centrale à relever à nouveau son taux directeur, de 25 points de base, le portant ainsi à 11 % en avril. La banque centrale a toutefois décidé en mai de mettre fin à sa politique de resserrement monétaire, laissant le taux d'intérêt inchangé, après une hausse cumulée de 375 points de base depuis avril 2013. Au Mexique, la croissance du PIB en volume s'est renforcée au premier trimestre 2014, pour atteindre 0,3 % en rythme trimestriel après 0,1 % au trimestre précédent. Du côté de l'offre, le redressement de la croissance reflète des améliorations de l'activité dans l'industrie et dans les services, tandis que le secteur de l'agriculture a stagné. En Argentine, la croissance a poursuivi son fléchissement marqué au premier trimestre 2014, comme l'atteste l'indicateur de l'activité économique, qui a reculé de 0,7 % en rythme trimestriel. Le niveau élevé d'inflation érode le pouvoir d'achat des consommateurs tandis que les mesures d'ajustement de la politique économique mises en œuvre pour rétablir la stabilité macroéconomique du pays, conjuguées à un niveau de confiance historiquement bas, pèsent sur la croissance.

## I.4 TAUX DE CHANGE

Entre début mars et le 4 juin 2014, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis des devises de la plupart des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Dans un environnement globalement peu volatil, les fluctuations des taux de change ont été largement liées aux évolutions des anticipations relatives à la politique monétaire future, ainsi qu'aux ajustements des anticipations des marchés relatives aux perspectives économiques pour la zone euro par rapport à celles d'autres grandes économies. Le 4 juin, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro, était inférieur de 0,6 % à son niveau de début mars mais supérieur de 2,3 % au niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 4 et tableau 3).

**Graphique 4 Taux de change effectif nominal de l'euro, du dollar et du yen**

(données quotidiennes ; indice : T1 1999 = 100)

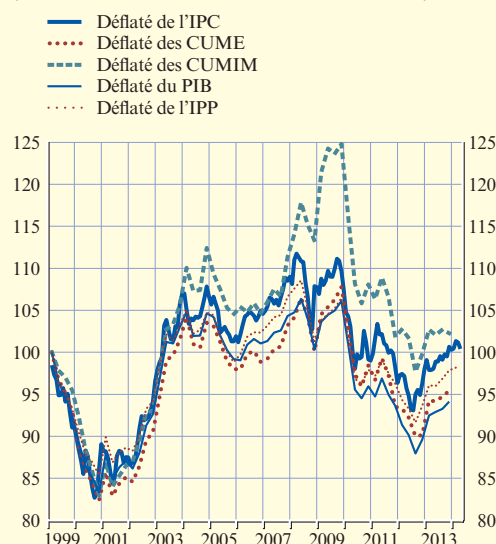


Source : BCE

Note : Le taux de change effectif nominal de l'euro est calculé vis-à-vis des monnaies des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les taux de change effectifs nominaux du dollar et du yen sont calculés vis-à-vis des monnaies des trente-neuf principaux partenaires commerciaux des États-Unis et du Japon.

**Graphique 5 Taux de change effectifs réels de l'euro**

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



Source : BCE

Note : Les taux de change effectifs réels de l'euro se calculent par rapport aux monnaies des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Les mouvements limités du taux de change effectif reflètent la volatilité relativement peu élevée des taux de change bilatéraux de l'euro durant cette période. En termes bilatéraux, au cours des trois derniers mois, l'euro s'est déprécié par rapport au dollar (de 1,0 %) et à la livre sterling (de 1,2 %), mais s'est légèrement apprécié vis-à-vis du yen (de 0,2 %). Durant cette période, l'euro s'est également déprécié par rapport aux monnaies des pays exportateurs de matières premières et des économies émergentes d'Asie, à l'exception du renminbi chinois, vis-à-vis duquel il s'est apprécié de 0,7 %.

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

Source : BCE

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

En ce qui concerne les devises des autres États membres de l'UE, le taux de change de l'euro s'est essentiellement affaibli : il s'est déprécié vis-à-vis du leu roumain (de 2,5 %), du forint hongrois (de 2,3 %), du zloty polonais (de 1,1 %) et de la kuna croate (de 1,1 %). Dans le même temps, il s'est apprécié par rapport à la couronne suédoise (de 2,4 %) et, dans une moindre mesure, par rapport à la couronne tchèque (de 0,4 %). Le litas lituanien et la couronne danoise, qui participent au MCE II, sont restés globalement stables contre l'euro, s'échangeant à leur cours pivot ou à des niveaux proches.

S'agissant des indicateurs de la compétitivité internationale de la zone euro en termes de prix et de coûts, en mai 2014, le taux de change effectif réel de l'euro, calculé sur la base de l'indice des prix à la consommation, s'établissait à 2,4 % au-dessus de son niveau constaté un an auparavant (cf. graphique 5). Cette évolution reflète l'appréciation nominale de la devise sur cette période, en partie contrebalancée par un rythme de hausse des prix à la consommation plus faible dans la zone euro que chez ses principaux partenaires commerciaux.

## 2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

### 2.1 MONNAIE ET FINANCEMENTS DES IFM

Les informations disponibles pour le premier trimestre et avril 2014 confirment la faiblesse sous-jacente de la croissance de la monnaie et du crédit. La progression annuelle de M3 s'est encore ralentie, reflétant la moindre préférence pour la liquidité des détenteurs de monnaie, les arbitrages de fonds favorisant des actifs mieux rémunérés non compris dans l'agrégat large. L'activité de prêt au secteur privé non financier est demeurée atone au cours des quatre premiers mois de 2014, les prêts aux ménages affichant une croissance stable mais modérée et les prêts aux sociétés non financières donnant lieu à de nouveaux remboursements nets. L'augmentation de la position extérieure nette des IFM est demeurée la principale source de création monétaire dans la zone euro au premier trimestre 2014, mais n'a ensuite donné lieu qu'à une légère entrée mensuelle en avril. Aucun signe tangible n'indique que le processus global de désendettement a commencé à se stabiliser, les principaux actifs des IFM ayant poursuivi leur baisse au cours des quatre premiers mois de 2014, à un rythme globalement analogue à celui observé sur la période récente.

La croissance annuelle de M3 s'est encore ralentie en mars et en avril 2014, après s'être légèrement redressée en début d'année. Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 0,8 % en avril, après 1,5 % au quatrième trimestre 2013 et 1,1 % au premier trimestre 2014 (cf. graphique 6 et tableau 4).

Les évolutions les plus récentes de M3 continuent de refléter la moindre préférence des détenteurs de monnaie pour la liquidité monétaire, dans un contexte de quête de rendement. D'une part, les détenteurs de monnaie préfèrent détenir des dépôts à vue très liquides, plutôt que d'autres dépôts à court terme et des instruments négociables (ce qui explique la vigueur, en recul cependant, de la croissance annuelle de M1). D'autre part, toutefois, des considérations de risque/rendement ont également incité les investisseurs à reporter une partie de leurs actifs sur des instruments mieux rémunérés et moins liquides ne faisant pas partie de M3, tels que les OPCVM.

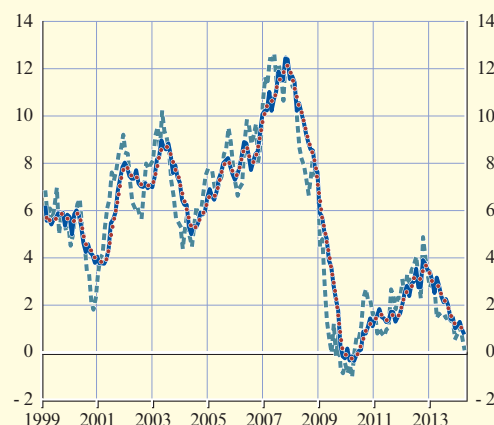
Les prêts aux administrations publiques ont continué de diminuer au premier trimestre et en avril 2014. Les prêts consentis au secteur privé non financier se sont également encore contractés au premier trimestre de l'année, à un rythme qui s'est légèrement ralenti en avril. Le remboursement net de prêts aux sociétés non financières et la faible croissance des prêts aux ménages résultent d'une conjonction de facteurs, tels que la persistance de la morosité économique, la nécessité de réduire le niveau d'endettement après les excès passés et les contraintes pesant sur l'offre de crédit dans certains pays de la zone euro. Dans le même temps, l'enquête d'avril 2014 sur la distribution du crédit bancaire a confirmé la stabilisation des conditions d'octroi de crédits bancaires aux entreprises et aux ménages de la zone euro, avec des signes timides d'assouplissement pour certains secteurs emprunteurs (cf. l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de mai 2014). Cette enquête montre également que la demande de prêts commencerait à se redresser après des années de contraction.

L'augmentation de la position extérieure nette des IFM est demeurée la principale source de création monétaire dans la zone euro au premier trimestre 2014,

Graphique 6 Croissance de M3

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

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



Source : BCE

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

mais elle n'a ensuite donné lieu qu'à une modeste entrée mensuelle en avril. Par ailleurs, les engagements financiers à long terme des IFM ont continué d'enregistrer des sorties au cours des quatre premiers mois de 2014.

Compte tenu des facteurs de désendettement qui sont encore à l'œuvre au sein du système bancaire de la zone euro, la diminution des principaux actifs des IFM s'est poursuivie globalement au même rythme, représentant 66 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de l'année.

Au total, les évolutions monétaires jusqu'en avril 2014 confirment la faiblesse de la dynamique de la monnaie et du crédit dans un contexte caractérisé par une faible inflation, une croissance modérée et des taux d'intérêt exceptionnellement bas.

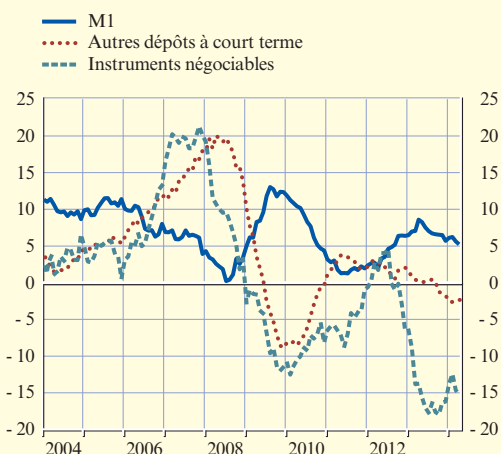
### PRINCIPALES COMPOSANTES DE M3

Le fléchissement du taux de croissance annuel de M3 reflète essentiellement une nouvelle diminution de la contribution des dépôts à vue et des autres dépôts à court terme. L'agrégat monétaire étroit (M1) est resté le principal moteur de la croissance de M3 au premier trimestre et en avril (cf. graphique 7). La contribution des instruments négociables (M3-M2) est demeurée négative, mais dans une moindre mesure qu'au quatrième trimestre 2013.

S'agissant des composantes de M3, le taux de croissance annuel de M1 s'est encore ralenti, pour s'établir à 6,0 % au premier trimestre 2014 et à 5,2 % en avril, après 6,4 % au quatrième trimestre 2013 (cf. tableau 4). Le ralentissement observé au premier trimestre reflète les entrées moins importantes au titre des dépôts à vue, qui reflètent principalement les retraits de dépôts effectués par les intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (c'est-à-dire

Graphique 7 Principales composantes de M3

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



Source : BCE

le secteur des AIF), composante très volatile des dépôts à vue. Le taux de croissance des billets et pièces en circulation a augmenté au premier trimestre 2014, avant de fléchir en avril.

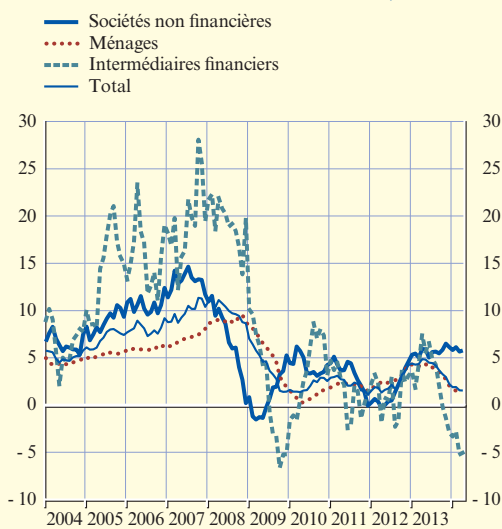
Le taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue est revenu de  $-1,2\%$  au quatrième trimestre 2013 à  $-2,4\%$  au premier trimestre 2014, avant de se stabiliser globalement en avril. D'importantes sorties ont encore été enregistrées au titre des dépôts à court terme (c'est-à-dire d'une durée inférieure ou égale à deux ans) au premier trimestre, leur variation annuelle ressortant à  $-6,8\%$  (après  $-6,3\%$  au quatrième trimestre), tandis que le taux de croissance annuel des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) a fortement diminué, s'inscrivant à  $1,4\%$  au premier trimestre (contre  $3,3\%$  au quatrième trimestre). Les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans ont encore fléchi, leur taux de croissance annuel s'établissant à  $-6,0\%$  en avril, alors que celui des dépôts d'épargne à court terme est ressorti à  $0,7\%$  le même mois. Les évolutions de ces types de placement s'expliquent essentiellement par leur rémunération extrêmement faible par rapport à d'autres formes de placement (cf. sections 2.4 et 2.5).

Le taux de variation annuel des instruments négociables a augmenté au premier trimestre, demeurant toutefois fortement négatif, à  $-13,9\%$ , avant de diminuer de nouveau pour s'établir à  $-15,2\%$  en avril. Les titres de créance à court terme des IFM (titres d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans) détenus par le secteur détenteur de monnaie ont encore diminué, leur taux de variation annuel se stabilisant à des niveaux très bas ( $-33,1\%$  au premier trimestre, pratiquement sans changement par rapport au quatrième trimestre) avant de fléchir de nouveau pour s'inscrire à  $-38,8\%$  en avril. Par ailleurs, le taux de variation annuel des titres d'OPCVM monétaires s'est établi à  $-9,4\%$  au premier trimestre et à  $-10,8\%$  en avril, après  $-12,1\%$  au quatrième trimestre. Celui des pensions s'est inscrit à  $-7,1\%$  au premier trimestre et à  $-7,9\%$  en avril, contre  $-11,2\%$  au quatrième trimestre. La quête de rendement des investisseurs explique probablement la poursuite des sorties constatées sur les OPCVM monétaires. Les investisseurs continuent de procéder à des arbitrages en faveur d'autres types de placement assortis de meilleures perspectives de rémunération, le très bas niveau des taux d'intérêt réduisant l'attrait des instruments négociables contenus dans M3. Par comparaison, depuis fin 2012, les taux de rémunération des OPCVM ont été constamment positifs et relativement élevés (cf. la section 2.2 pour de plus amples détails). Parallèlement, il est devenu de plus en plus difficile pour les OPCVM monétaires de générer des rendements positifs élevés pour les investisseurs. En outre, les incitations réglementaires au financement des banques par les dépôts ont également contribué à la faiblesse des émissions de titres de créance des IFM (sur l'ensemble des échéances) et de titres d'OPCVM monétaires.

Le taux de croissance annuel des dépôts de M3, qui recouvrent l'ensemble des dépôts à court terme et les pensions, s'est de nouveau inscrit en recul pour s'établir à  $1,8\%$  au premier trimestre 2014, après  $2,9\%$  au quatrième trimestre 2013, avant de fléchir encore en avril pour s'inscrire à  $1,5\%$  (cf. graphique 8). Au niveau sectoriel, le taux de croissance annuel des dépôts de M3 détenus par les ménages est ressorti à  $1,5\%$  en avril, et à  $5,8\%$  dans le cas des dépôts de M3 détenus par les

Graphique 8 Dépôts à court terme et pensions

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



Source : BCE

Note : Secteur des IFM hors Eurosysteme

sociétés non financières. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue détenus par les sociétés non financières a légèrement diminué par rapport au quatrième trimestre 2013, ressortant à 8,0 % au premier trimestre et à 7,9 % en avril. La forte progression annuelle des dépôts de M3 détenus par les sociétés non financières reflète probablement leur choix de conserver un pourcentage élevé de leurs revenus sous forme d'actifs liquides et devrait être une contrepartie majeure aux importantes entrées de capitaux constatées dans la zone euro. S'agissant de la répartition géographique des flux de dépôts inclus dans M3, le renforcement de la base de dépôts observé au cours des derniers mois dans les pays en difficulté semble s'essouffler, les taux de croissance se stabilisant en phase avec la modération constatée pour l'ensemble de la zone euro.

### PRINCIPALES CONTREPARTIES DE M3

S'agissant des contreparties de M3, le taux de croissance annuel des financements accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a encore diminué au premier trimestre et en avril. L'augmentation de la position extérieure nette des IFM est demeurée la principale source de création monétaire dans la zone euro au premier trimestre, mais n'a ensuite donné lieu qu'à une modeste entrée mensuelle en avril.

Le taux de variation annuel des concours des IFM au secteur privé a encore fléchi, pour s'établir à -2,3 % au premier trimestre et à -2,5 % en avril, contre -1,6 % au quatrième trimestre 2013. Parmi leurs composantes, le rythme annuel de variation des titres autres que des actions a également poursuivi sa forte baisse en avril, ressortant à -9,8 % après -5,0 % au premier trimestre et 0,5 % au quatrième trimestre 2013. Le taux de croissance annuel des actions et autres participations a lui aussi continué de fléchir (demeurant toutefois positif), pour s'établir à 0,2 % en avril et à 1,2 % au premier trimestre après 3,4 % au quatrième trimestre 2013. La contraction annuelle des prêts au secteur privé est demeurée inchangée à -2,2 % au premier trimestre 2014, avant de s'atténuer pour s'inscrire à -1,8 % en avril.

En données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, le taux de variation annuel des prêts au secteur privé a reculé à -2,0 % au premier trimestre, contre -1,8 % au quatrième trimestre 2013 (cf. tableau 4). Ce taux de variation est devenu moins négatif en avril, à -1,5 %, mais cette augmentation résulte dans une large mesure d'opérations spécifiques concernant un petit nombre d'IFM. D'un point de vue sectoriel, les prêts aux ménages ont continué d'enregistrer une croissance annuelle faiblement positive au premier trimestre, tandis que celle des prêts aux sociétés non financières et aux intermédiaires financiers non monétaires est devenue légèrement plus négative. En avril, la progression annuelle des prêts consentis aux ménages est demeurée stable, alors que des hausses ont été constatées pour les prêts aux sociétés non financières et aux intermédiaires financiers non monétaires.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM aux ménages (corrigés des cessions de prêts et de la titrisation) est resté stable au cours des derniers mois. Il s'est établi à 0,4 % en avril, globalement en ligne avec les taux observés depuis le deuxième trimestre 2012 (cf. section 2.7 pour plus de détails). Durant les quatre premiers mois de 2014, les entrées constatées au titre des prêts au logement sont restées le principal moteur du total des prêts accordés aux ménages, tandis que le total des flux au titre des crédits à la consommation et des autres prêts aux ménages a été négatif. Les indications issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et des prix des logements sont conformes aux anticipations d'un renforcement graduel de l'activité sur le marché des prêts au logement. Selon les banques participant à l'enquête d'avril 2014 sur la distribution du crédit bancaire, les critères d'octroi appliqués aux prêts au logement ont été assouplis en termes nets au premier trimestre, et la demande nette pour ce type de prêts a fortement augmenté (cf. l'encadré 1 du *Bulletin mensuel* de mai 2014). Ces évolutions ont concerné tous les grands pays. D'après les banques interrogées, l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et le regain de confiance des consommateurs ont été les principaux facteurs à l'origine de la hausse nette de la demande de prêts au logement.

Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est inscrit à  $-2,7\%$  en avril, soit un niveau légèrement supérieur à ceux observés au quatrième trimestre 2013 et au premier trimestre 2014. Cette évolution résulte d'une augmentation de la contribution des prêts à moyen et à long terme, tandis que celle des prêts à court terme a encore diminué. Sur plus longue période, après la stabilisation du taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières depuis mi-2013, une inversion de la dynamique de ces prêts au cours des tout prochains mois serait cohérente avec le décalage (avance/retard) que l'on observe habituellement entre ces prêts et le PIB en volume au cours du cycle d'activité. À un niveau plus détaillé, l'encadré 1 du présent *Bulletin mensuel* décrit rapidement les évolutions récentes des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières, par secteurs économiques.

#### Encadré 1

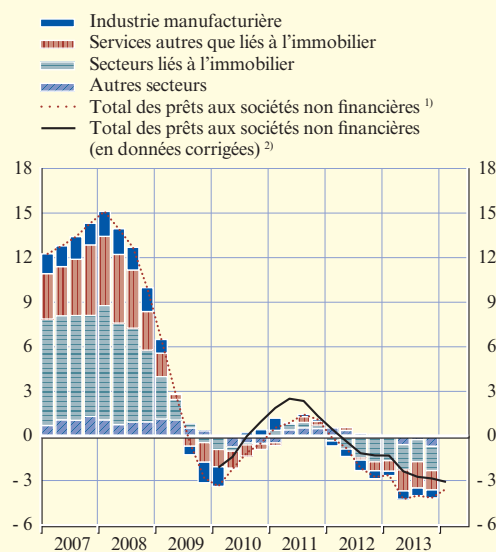
### ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE LA VENTILATION SECTORIELLE DES PRÊTS ACCORDÉS PAR LES IFM AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Le taux de variation annuel des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières (SNF) a été négatif depuis début 2012, reflétant dans une large mesure le nécessaire processus de désendettement des secteurs financier et non financier. Au cours des derniers mois, le rythme de contraction s'est stabilisé, mais on ne décèle toujours aucun signe manifeste d'inversion de la tendance <sup>1</sup>. Dans ce contexte, le présent encadré fait le point sur les évolutions sectorielles des prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières, ventilés par secteurs économiques (sur la base de la classification NACE), afin d'évaluer les contributions des secteurs les plus importants à la dynamique du montant total de prêts consentis aux SNF <sup>2</sup>. Ces données sectorielles sont disponibles jusqu'au quatrième trimestre 2013 <sup>3</sup>.

Au second semestre 2013, le taux de variation annuel de l'encours total des prêts consentis par les IFM aux SNF est demeuré stable, légèrement en deçà de  $-4\%$ . Toutefois, les données ne sont pas corrigées des reclassements, des effets de valorisation ou des cessions et de la titrisation, facteurs qui doivent être pris en compte pour évaluer

**Graphique A Taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières, par secteurs économiques**

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Notes : Dernière observation : premier trimestre 2014 pour les données agrégées et quatrième trimestre 2013 pour les données sectorielles. Données sectorielles corrigées de l'incidence du transfert d'actifs vers la structure de défaillance SAREB auquel les IFM espagnoles ont procédé au quatrième trimestre 2012 et au premier trimestre 2013.

1) Taux de croissance établis à partir des encours, corrigés uniquement des transferts d'actifs vers la SAREB.

2) Taux de croissance établis à partir des transactions mensuelles, corrigées des cessions et de la titrisation.

1 Cf. le corps du texte de la section 2.1 du présent *Bulletin mensuel*.

2 Pour une analyse antérieure, cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes de la ventilation sectorielle des prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières* du *Bulletin mensuel* de novembre 2013.

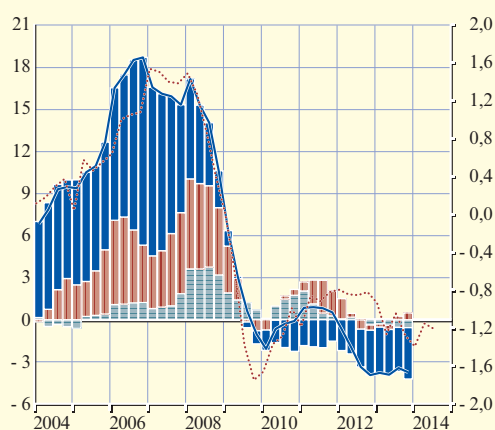
3 Pour le détail des dernières données publiées, cf. le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Les données relatives à la ventilation sectorielle des prêts consentis par les IFM aux SNF doivent être interprétées avec prudence, dans la mesure où elles sont établies à partir de données nationales qui ne sont pas complètement harmonisées et sont partiellement estimées. En effet, les données observées ces dernières années ont été affectées par différents facteurs exceptionnels à prendre en considération, dont les opérations liées à la restructuration du secteur bancaire dans plusieurs pays.



**Graphique B Prêts liés à l'immobilier  
accordés aux sociétés non financières  
et contributions des pays à leur croissance**

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)

- Contribution des pays à « croissance forte » (échelle de gauche)
- Contribution des pays à « croissance modérée » (échelle de gauche)
- Contribution des pays à « croissance faible » (échelle de gauche)
- Croissance des prêts liés à l'immobilier (échelle de gauche)
- ⋯ Indicateur de confiance dans la construction (avancé <sup>1)</sup>, échelle de droite)



Source : BCE

Notes : Les « prêts liés à l'immobilier » recouvrent les prêts aux sociétés non financières engagées dans la construction et dans les activités immobilières (sur la base des données des pays qui déclarent les séries correspondantes depuis 2003). Le classement des pays entre ceux présentant une « croissance forte » (Italie, Espagne, Irlande et Grèce), une « croissance modérée » (France, Belgique, Finlande et Luxembourg) ou une « croissance faible » (Allemagne, Pays-Bas, Autriche et Portugal) a été réalisé sur la base des taux de croissance moyens enregistrés en 2006 au niveau national. Données corrigées de l'incidence du transfert d'actifs auquel les IFM espagnoles ont procédé au quatrième trimestre 2012 et au premier trimestre 2013.

1) Indicateur de confiance dans la construction avancé de deux trimestres selon la corrélation maximale

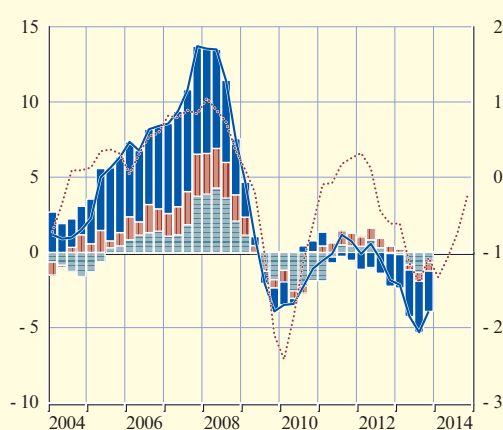
le flux effectif de financement dont bénéficient les entreprises de la zone euro. Après prise en compte de ces facteurs, la série agrégée indique également un recul du taux de variation annuel au premier trimestre 2014 (cf. graphique A). Néanmoins, ces ajustements ne sont pas disponibles au niveau sectoriel.

Le taux de variation négatif de l'encours total (en données non corrigées) de prêts aux SNF constaté au deuxième semestre 2013 s'explique principalement par l'évolution des prêts liés à l'immobilier (obtenus par agrégation des données relatives aux secteurs de la construction et des services immobiliers) et des prêts au secteur des services (hors services immobiliers). La contribution négative des prêts consentis aux entreprises du secteur manufacturier et des autres secteurs est restée contenue. Au total, les contributions de l'ensemble de ces secteurs sont demeurées globalement stables au cours des deux derniers trimestres de 2013.

**Graphique C Prêts accordés aux sociétés  
non financières dans les secteurs de services  
autres qu'immobiliers et contributions  
des pays à leur croissance**

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)

- Contribution des pays à « croissance forte » (échelle de gauche)
- Contribution des pays à « croissance modérée » (échelle de gauche)
- Contribution des pays à « croissance faible » (échelle de gauche)
- Croissance des prêts aux autres services (échelle de gauche)
- ⋯ Indicateur de confiance dans les services (avancé <sup>1)</sup>, échelle de droite)



Source : BCE

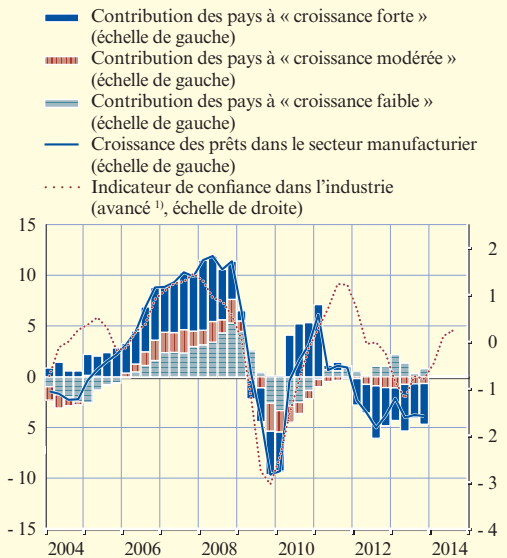
Notes : Prêts aux services autres que liés à l'immobilier. Données sectorielles corrigées de l'incidence du transfert d'actifs vers la SAREB auquel les IFM espagnoles ont procédé au quatrième trimestre 2012 et au premier trimestre 2013. Pour le classement des pays, cf. les notes du graphique B.

1) Indicateur de confiance dans le secteur des services avancé de trois trimestres selon la corrélation maximale.

Si les évolutions récentes de la croissance des prêts ne font apparaître aucune divergence importante au niveau sectoriel, on constate cependant toujours une très forte hétérogénéité entre les différents pays. Elle peut être illustrée en regroupant les pays de la zone euro en trois catégories, sur la base du taux de croissance moyen des prêts liés à l'immobilier (qui ont connu la progression la plus forte avant la crise) en 2006, année de pic historique. Les pays affichant une « croissance forte », qui ont été, pour l'essentiel, à l'origine de l'envolée du crédit avant 2007, ainsi que du recul qui a suivi, sont encore en majorité responsables de la contraction des prêts dans l'ensemble des principaux secteurs (cf. graphiques B, C et D). Néanmoins, cette dernière évolution peut également s'expliquer par les contributions modérées, dans l'ensemble des secteurs, des pays à « croissance faible » et à « croissance modérée », à l'exception possible des contributions légèrement positives aux prêts consentis dans le secteur manufacturier des pays présentant une « croissance faible ».

#### Graphique D Prêts aux sociétés non financières dans le secteur manufacturier et contributions des pays à leur croissance

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)



Source : BCE

Notes : Pour le classement des pays, cf. les notes du graphique B.

1) Indicateur de confiance dans l'industrie avancé de deux trimestres selon la corrélation maximale.

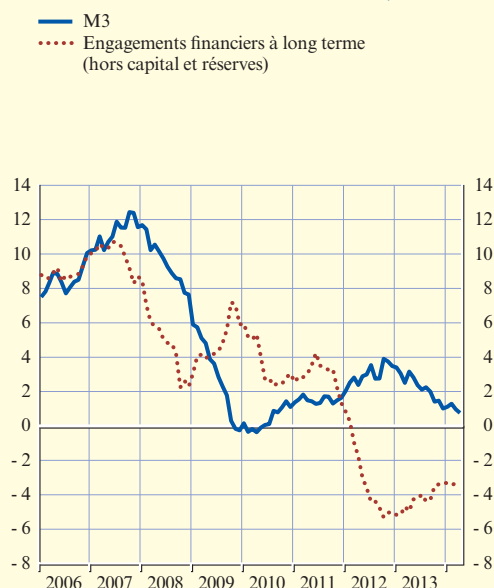
Globalement, dans une perspective à moyen terme, la faible croissance des prêts consentis aux SNF observée jusqu'au quatrième trimestre 2013 a concerné l'ensemble des secteurs, mais résulte essentiellement des évolutions observées dans certains pays, pour lesquels les prêts liés à l'immobilier ont enregistré des taux de croissance très élevés avant la crise (pays à « croissance forte »).

Sur plus long terme, des corrélations simples font apparaître une relation entre les indicateurs de confiance et la dynamique des prêts (cf. graphiques B, C et D). À cet égard, les indicateurs de confiance de l'activité sectorielle feraient état, pour le futur, d'une dynamique des prêts différente entre les principaux secteurs. Plus précisément, si les relations statistiques observées ces dernières années se maintiennent, l'indicateur de confiance dans la construction n'indique pas de reprise imminente de l'activité de prêts liés à l'immobilier, tandis que les indicateurs de confiance correspondants pour le secteur manufacturier et les autres services laissent à penser que le rythme de contraction des prêts dans ces deux secteurs pourrait s'atténuer en 2014. Toutefois, la période de crise a probablement nui à la fiabilité des propriétés d'indicateur avancé des indicateurs de confiance s'agissant de la dynamique des prêts, d'où la très grande incertitude qui entoure les perspectives d'évolution du crédit.

Plus globalement, l'atonie de l'activité de prêt continue de refléter des facteurs d'offre et de demande, bien que leur incidence varie considérablement d'un pays à l'autre. De plus, la fragmentation des marchés financiers et le coût élevé des emprunts consentis aux secteurs non financiers dans certains pays continuent de peser sur les dépenses, d'investissement notamment. L'endettement excessif du secteur privé peut également freiner la demande de crédit bancaire dans plusieurs pays. En outre, les entreprises ont de plus en plus

**Graphique 9 M3 et engagements financiers à long terme des IFM**

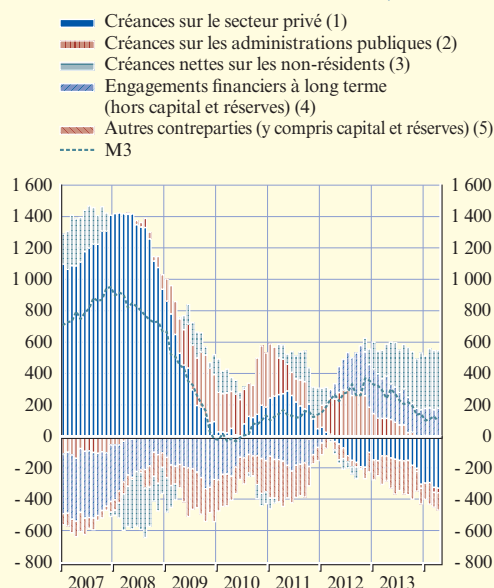
(variations annuelles en pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

**Graphique 10 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.

substitué au crédit bancaire des sources de financement alternatives, telles que les ressources internes et, dans le cas des grandes sociétés non financières, l'accès direct aux marchés de capitaux (cf. section 2.6). L'enquête d'avril 2014 sur la distribution du crédit bancaire a confirmé la stabilisation des critères d'octroi appliqués aux crédits consentis aux entreprises de la zone euro : le pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement de ces critères est demeuré globalement inchangé, à 1 %, et les banques prévoyaient un assouplissement net au deuxième trimestre 2014. Du côté de la demande, le pourcentage net de banques faisant état d'une hausse de la demande de prêts a été positif pour l'ensemble des secteurs pour la première fois depuis mi-2011. Les banques s'attendent également à une augmentation de la demande sur l'ensemble des catégories de prêts au deuxième trimestre 2014.

Le taux de croissance annuel des créances des IFM sur les administrations publiques est devenu négatif, à  $-0,2\%$  au premier trimestre 2014, après  $0,1\%$  au quatrième trimestre 2013. Il est ensuite resté négatif en avril, à  $-0,9\%$ .

S'agissant des autres contreparties de M3, le taux de variation annuel des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a été globalement stable, à  $-3,5\%$  en avril, après  $-3,4\%$  au premier trimestre et  $-3,6\%$  au quatrième trimestre 2013 (cf. graphique 9). Cette contraction continue de traduire les moindres besoins de financement des IFM dans un contexte de poursuite du désendettement et le passage à une stratégie de financement par les dépôts, favorisée par le régime actuel de réglementation.

La position extérieure nette des IFM a augmenté de 4 milliards d'euros en avril, beaucoup moins qu'au cours des mois précédents. Une entrée trimestrielle de 81 milliards d'euros a été observée au premier trimestre,

après 155 milliards au quatrième trimestre 2013 (cf. graphique 10). La position extérieure nette des IFM de la zone euro retrace les flux de capitaux du secteur détenteur de monnaie lorsqu'ils transitent par les IFM, ainsi que le transfert d'actifs émis par le secteur détenteur de monnaie (cf. encadré 2).

## Encadré 2

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

Le présent encadré analyse les évolutions du compte financier de la balance des paiements de la zone euro jusqu'au premier trimestre 2014. Sur la période de douze mois s'achevant en mars 2014, les sorties nettes agrégées au titre du compte financier ont progressé par rapport à la précédente période de douze mois, reflétant une augmentation sensible des sorties nettes au titre des autres investissements, compensée en partie par une hausse des entrées nettes au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés (cf. tableau).

Ces entrées nettes sont passées de 86 milliards d'euros à 142 milliards sur la période de douze mois s'achevant en mars 2014. Cette augmentation a résulté de l'évolution des investissements directs, passés de sorties nettes à un solde en équilibre en raison d'une diminution des investissements directs réalisés à l'étranger par les résidents de la zone euro (IDE). En ligne avec l'amélioration en cours du sentiment des marchés financiers vis-à-vis de la zone euro, les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille sont restées importantes, quoiqu'en léger recul par rapport à la précédente période de douze mois, s'établissant à 142 milliards d'euros, les investisseurs étrangers ayant continué d'accroître leur exposition aux actions et aux titres de créance de la zone euro. La composition des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille a légèrement changé, les investisseurs étrangers accroissant leurs achats nets d'actions, tandis que les entrées en titres de créance ont diminué. De fait, les investisseurs étrangers sont devenus vendeurs nets d'instruments du marché monétaire de la zone euro au cours de la période

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

(en milliards d'euros, données brutes)

	Chiffres cumulés sur trois mois						Chiffres cumulés sur douze mois					
	2013			2014			2013			2014		
	Décembre			Mars			Mars			Mars		
	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde
<b>Compte financier <sup>1)</sup></b>			- 95,6			- 41,5			- 202,7			- 265,2
Investissements directs et de portefeuille cumulés	- 202,2	247,7	45,5	- 24,3	62,2	37,9	- 542,9	628,7	85,8	- 440,1	581,7	141,6
Investissements directs	- 151,9	142,8	- 9,1	21,6	- 22,0	- 0,4	- 363,2	286,4	- 76,8	- 250,3	250,2	- 0,1
Investissements de portefeuille	- 50,4	104,9	54,6	- 45,9	84,2	38,3	- 179,7	342,3	162,6	- 189,8	331,5	141,7
Actions	- 39,4	58,4	19,0	- 8,8	54,8	46,0	- 102,7	183,6	80,9	- 108,3	224,3	116,0
Titres de créance	- 11,0	46,5	35,6	- 37,1	29,3	- 7,8	- 76,9	158,7	81,7	- 81,5	107,2	25,7
Obligations	- 12,6	90,4	77,7	- 26,2	30,4	4,2	- 112,5	128,4	15,9	- 70,2	110,4	40,2
Instruments du marché monétaire	1,7	- 43,8	- 42,2	- 10,9	- 1,0	- 11,9	35,5	30,3	65,9	- 11,3	- 3,2	- 14,5
Autres investissements	20,6	- 165,7	- 145,1	- 146,2	67,5	- 78,7	72,6	- 369,0	- 296,4	- 41,6	- 370,1	- 411,8
<b>Dont : IFM</b>												
Investissements directs	- 4,5	2,7	- 1,8	- 4,3	- 1,4	- 5,7	2,2	9,8	12,0	- 12,1	4,0	- 8,0
Investissements de portefeuille	- 1,0	- 8,2	- 9,2	16,4	8,4	24,8	75,5	- 57,0	18,5	12,1	- 26,8	- 14,7
Actions	- 5,7	- 7,0	- 12,7	17,0	14,4	31,4	- 14,5	- 34,8	- 49,3	- 9,0	1,7	- 7,3
Titres de créance	4,7	- 1,2	3,5	- 0,7	- 5,9	- 6,6	90,0	- 22,2	67,8	21,1	- 28,5	- 7,5
Autres investissements	21,1	- 144,2	- 123,0	- 137,7	47,5	- 90,1	144,2	- 363,8	- 219,6	- 57,1	- 323,1	- 380,3

Source : BCE

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

1) Un chiffre positif/négatif indique une entrée/sortie nette.

de douze mois s'achevant en mars 2014, tandis que les achats nets d'obligations sont demeurés importants. Les investisseurs de la zone euro ont légèrement accru leurs acquisitions nettes d'actions et de titres de créances étrangers. La composition des achats nets de titres de créance s'est modifiée, les investisseurs de la zone euro devenant acheteurs nets après avoir été vendeurs nets d'instruments du marché monétaire, tandis que les achats nets d'obligations se sont inscrits en recul.

Les sorties nettes au titre des autres investissements ont progressé, passant de 296 milliards d'euros à 412 milliards au cours de la période de douze mois s'achevant en mars 2014, les IFM de la zone euro accroissant leurs actifs étrangers détenus au titre des autres investissements après les avoir réduits précédemment. Les non-résidents ont continué de retirer les dépôts et les prêts détenus auprès des IFM de la zone euro, mais à un rythme plus faible que sur les douze mois précédents. Une

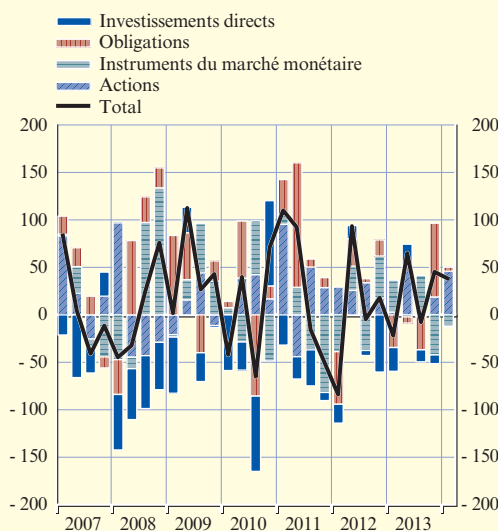
modification importante s'est opérée dans la structure par échéances des actifs étrangers détenus par les IFM de la zone euro au titre des autres investissements, les portefeuilles d'actifs à long terme ayant continué de s'alléger, tandis que les achats nets d'actifs à court terme s'inscrivaient en hausse. Au cours de la période de douze mois s'achevant en mars 2014, l'amélioration de la position extérieure nette des IFM de la zone euro a eu une incidence positive sur la liquidité de la zone, ainsi que le reflète en partie l'évolution de l'agrégat monétaire large M3. Comme le montre la présentation monétaire de la balance des paiements, l'amélioration de la position extérieure nette des IFM observée au cours de cette période résulte essentiellement des transactions des non-IFM liées à l'excédent des transactions courantes de la zone euro, ainsi que des entrées nettes sur investissements de portefeuille.

Au premier trimestre 2014, des entrées nettes à hauteur de 38 milliards d'euros ont été enregistrées au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés, après des entrées nettes de 46 milliards au quatrième trimestre 2013 (cf. graphique). Ce fléchissement a résulté d'une diminution des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille, compensée seulement en partie par de moindres sorties nettes sur investissements directs. Au sein des investissements de portefeuille, les investisseurs étrangers ont acheté moins d'actions et de titres de créance de la zone euro que le trimestre précédent, tandis que les investisseurs domestiques ont réduit leurs achats nets d'actions étrangères mais accru ceux portant sur les titres de créance étrangers. Dans le même temps, les sorties nettes au titre des autres investissements se sont sensiblement réduites, évolution imputable en partie à des effets saisonniers.

Au premier trimestre 2014, les non-résidents de la zone euro sont devenus acheteurs nets d'actions émises par les IFM de la zone euro, tout en continuant à réduire leurs portefeuilles de titres de créance émis par ces institutions. Par ailleurs, les IFM de la zone euro ont transformé leurs achats nets d'actions étrangères en cessions nettes, tout en commençant à renforcer leurs portefeuilles de titres de créance étrangers. La position extérieure nette des IFM de la zone euro sur les non-résidents a continué de progresser au premier trimestre 2014, sous l'effet des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille dans le secteur des non-IFM de la zone euro et des transactions du secteur détenteur de monnaie dans un contexte d'excédent des transactions courantes de la zone euro.

### Investissements directs et de portefeuille cumulés

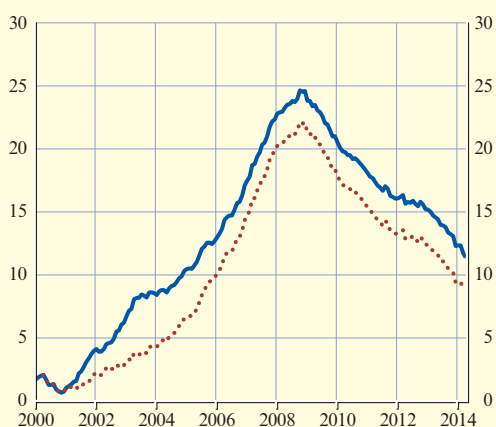
(montants en milliards d'euros ; flux nets trimestriels)



### Graphique 11 Estimations du money gap nominal <sup>1)</sup>

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

- Money gap nominal fondé sur la série officielle de M3
- ..... Money gap nominal fondé sur les données de M3 corrigées de l'incidence estimée des réaménagements de portefeuille <sup>2)</sup>



Source : BCE

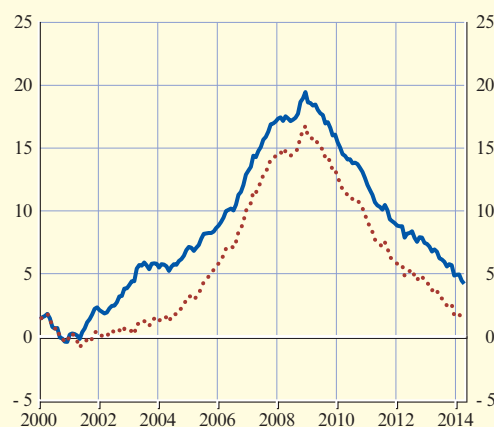
1) Le *money gap* nominal est défini comme étant la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui aurait résulté d'une croissance constante de cet agrégat conforme à sa valeur de référence de 4,5 %, en retenant décembre 1998 comme période de base.

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

### Graphique 12 Estimations du money gap réel <sup>1)</sup>

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

- Money gap réel fondé sur la série officielle de M3
- ..... Money gap réel fondé sur les données de M3 corrigées de l'incidence estimée des réaménagements de portefeuille <sup>2)</sup>



Source : BCE

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

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

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

Les évolutions récentes observées au titre de M3 ont entraîné une nouvelle diminution de la liquidité monétaire accumulée dans la zone euro avant la crise financière (cf. graphiques 11 et 12). Certains indicateurs de la liquidité monétaire suivis par la BCE montrent que l'excédent de liquidité accumulé avant la crise a été considérablement réduit. Les conditions de la liquidité dans la zone euro sont maintenant plus équilibrées que par le passé. Ces indicateurs doivent être interprétés avec prudence, car l'évaluation des encaisses monétaires d'équilibre est entourée d'une très grande incertitude.

Globalement, le rythme d'expansion sous-jacent de la monnaie et du crédit est resté faible au premier trimestre et en avril 2014. La croissance de M3 a continué de se modérer en raison de la faible dynamique du crédit dans la zone euro et d'une moindre préférence pour la liquidité monétaire. L'atonie de la croissance des concours au secteur privé a continué de refléter des facteurs de demande conjoncturels et structurels, ainsi que des tensions sur l'offre dans certains pays, dans un contexte de poursuite du processus de désendettement.

## 2.2 PLACEMENTS FINANCIERS DES AGENTS NON FINANCIERS ET DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

*Le taux de croissance annuel des placements financiers des agents non financiers a légèrement fléchi au quatrième trimestre 2013, prolongeant la tendance baissière observée depuis début 2011 sous l'effet de la*

morosité du climat économique et des faibles évolutions du revenu disponible. La hausse du taux de croissance annuel des placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension observée au cours du même trimestre est essentiellement imputable aux placements en titres de créance et en titres d'OPCVM.

### AGENTS NON FINANCIERS

Au quatrième trimestre 2013, trimestre le plus récent pour lequel les données des comptes intégrés de la zone euro sont disponibles, le taux de croissance annuel du total des placements financiers des agents non financiers a légèrement diminué pour ressortir à 1,6 %, contre 1,7 % au troisième trimestre (cf. tableau 5). Cette évolution prolonge la tendance baissière observée depuis début 2011 sous l'effet de la morosité du climat économique et des faibles évolutions du revenu disponible. La ventilation par instruments financiers montre que le taux de croissance du numéraire et des dépôts, des actions et autres participations (hors titres d'OPCVM) et des titres d'OPCVM a reculé au quatrième trimestre 2013. Ces évolutions n'ont été que partiellement contrebalancées par un taux de variation annuel moins négatif pour les placements en titres de créance (-7,3 %, après -7,8 % au trimestre précédent) et par une hausse marginale du taux de croissance annuel des placements en provisions techniques d'assurance.

La ventilation sectorielle (cf. graphique 13) indique que le taux de croissance annuel des placements des ménages en actifs financiers est demeuré inchangé au quatrième trimestre 2013. La principale évolution observée pour ce secteur a été un ralentissement du rythme de l'investissement par les ménages en actions et autres participations (hors titres d'OPCVM) et en titres d'OPCVM. Cette baisse des taux de croissance annuels des actifs les plus risqués a été compensée par un taux de variation annuel moins négatif des investissements en titres de créance (indiquant un ralentissement du rythme auquel les ménages ont cédé leurs titres de créance au quatrième trimestre 2013) et une légère hausse du taux de croissance annuel des provisions techniques d'assurance. Considérée conjointement avec la hausse marginale des acquisitions effectuées par les ménages au titre des provisions techniques d'assurance (qui correspondent aux placements en assurance-vie et aux produits de retraite), la diminution du taux de croissance annuel des placements en actions et en OPCVM semble indiquer que l'appétence pour le risque du secteur des ménages s'est modérée au quatrième trimestre.

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

	Encours exprimés en pourcentage des actifs financiers <sup>1)</sup>	Taux de croissance annuels											
		2011 T2	2011 T3	2011 T4	2012 T1	2012 T2	2012 T3	2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	
<b>Placements financiers</b>	<b>100</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	
Numéraire et dépôts	23	3,9	3,3	3,1	4,1	3,5	3,6	3,5	2,7	3,0	2,9	2,5	
Titres de créance, hors produits financiers dérivés	5	7,1	8,5	2,1	1,5	1,1	-0,4	-4,5	-6,4	-7,5	-7,8	-7,3	
<i>dont</i> : court terme	0	5,8	1,7	19,6	18,3	21,5	20,5	-3,6	-18,4	-26,4	-31,4	-26,0	
<i>dont</i> : long terme	5	7,2	9,0	0,7	0,2	-0,5	-1,9	-4,6	-5,3	-5,8	-5,7	-5,7	
Actions et autres participations, hors titres d'OPCVM	30	3,0	2,6	2,8	3,0	2,6	2,4	2,1	2,5	1,8	1,9	1,6	
<i>dont</i> : actions cotées	5	0,4	2,4	2,0	2,6	3,1	0,8	0,9	0,9	1,9	1,7	0,7	
<i>dont</i> : actions non cotées et autres participations	25	3,5	2,7	2,9	3,1	2,5	2,8	2,4	2,8	1,8	2,0	1,7	
Titres d'OPCVM	5	-2,9	-4,9	-5,1	-3,9	-3,4	-1,5	0,7	3,2	2,9	2,4	2,0	
Provisions techniques d'assurance	15	3,1	2,6	2,0	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	
Autres <sup>2)</sup>	21	4,0	3,8	2,5	1,5	2,5	2,9	4,0	4,0	2,6	1,7	1,7	
M3 <sup>3)</sup>		1,3	1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	

Source : BCE

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

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

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

S'agissant des sociétés non financières, le taux de croissance annuel de leurs placements financiers a légèrement progressé au quatrième trimestre 2013, pour s'établir à 1,4 % (après 1,3 % au trimestre précédent). Cette évolution résulte essentiellement de la hausse du taux de croissance annuel du numéraire et des dépôts et des actions et autres participations, qui n'a été que partiellement contrebalancée par le fléchissement du taux de croissance annuel des autres actifs financiers. Des informations plus détaillées concernant les évolutions des flux financiers et des bilans du secteur privé non financier sont fournies dans les sections 2.6 et 2.7.

Le taux de croissance annuel des placements financiers des administrations publiques a continué de reculer au quatrième trimestre 2013. Cette réduction du rythme de l'accumulation d'actifs reflète la poursuite du fléchissement du taux de croissance annuel du numéraire et des dépôts ainsi qu'une baisse du taux de variation annuel des actions et autres participations (hors OPCVM). Le taux de variation annuel des placements au titre des autres actifs financiers, qui comprennent les prêts et autres comptes à recevoir, s'est également inscrit en recul au quatrième trimestre.

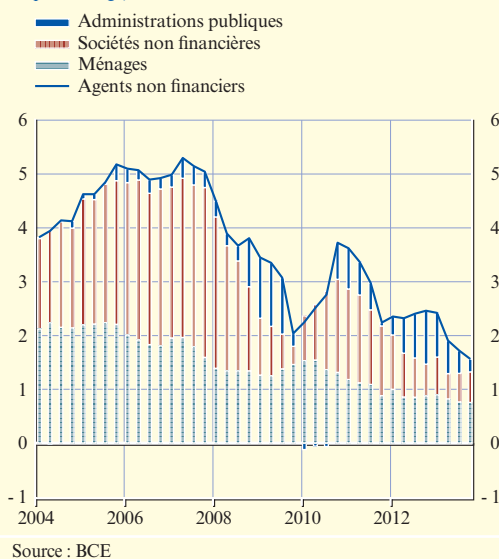
### INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Le taux de croissance annuel des placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension s'est accéléré pour s'établir à 3,4 % au quatrième trimestre 2013, contre 3,0 % au trimestre précédent (cf. graphique 14). La ventilation par instruments financiers montre que cette évolution résulte essentiellement des placements en titres de créance et en titres d'OPCVM.

Les données relatives aux OPCVM, qui sont déjà disponibles pour le premier trimestre 2014, font apparaître une entrée à hauteur de 170 milliards d'euros pour les OPCVM non monétaires de la zone euro, soit 59 milliards d'euros de plus qu'au trimestre précédent. En rythme annuel, l'entrée nette s'est établie à 478 milliards d'euros. La ventilation des transactions par instruments de placement montre que les entrées enregistrées par les OPCVM « obligations », qui étaient supérieures de près de 50 milliards d'euros à celles du trimestre précédent, expliquent l'essentiel du flux d'entrée total pour les OPCVM non monétaires de la zone euro. Les placements en OPCVM « mixtes » sont ressortis à 60 milliards d'euros, après 31 milliards au quatrième trimestre 2013, tandis que les entrées sur OPCVM « actions » ont diminué de 12,5 milliards d'euros par rapport au quatrième trimestre. En conséquence, les entrées annuelles enregistrées par les OPCVM « actions » se sont inscrites en baisse pour la première fois depuis mi-2012, s'établissant à 123 milliards d'euros au premier trimestre 2014, contre 129 milliards au quatrième trimestre 2013. En raison de la forte augmentation observée au premier trimestre 2014, les entrées annuelles au titre des OPCVM « obligations » ont légèrement progressé (cf. graphique 15). S'agissant des OPCVM monétaires, les évolutions les plus récentes indiquent que la réduction des cessions nettes qui a débuté au deuxième trimestre 2012 s'est poursuivie au premier trimestre 2014. En rythme annuel, les cessions nettes de titres d'OPCVM monétaires par les investisseurs institutionnels sont ressorties à 60 milliards d'euros, contre 77 milliards au trimestre précédent.

**Graphique 13 Placements financiers des agents non financiers**

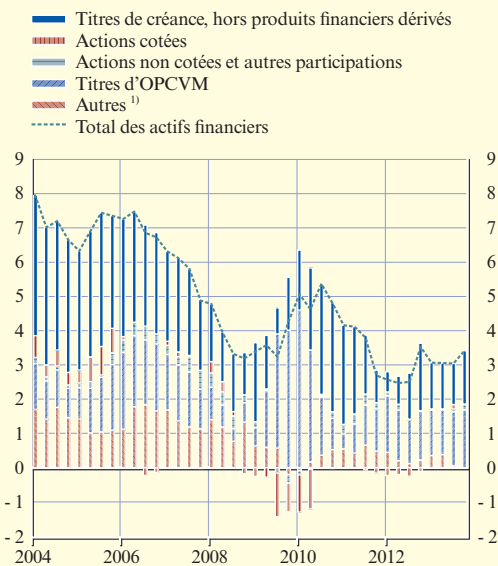
(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)





**Graphique 14 Placements financiers des sociétés d'assurance et des fonds de pension**

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

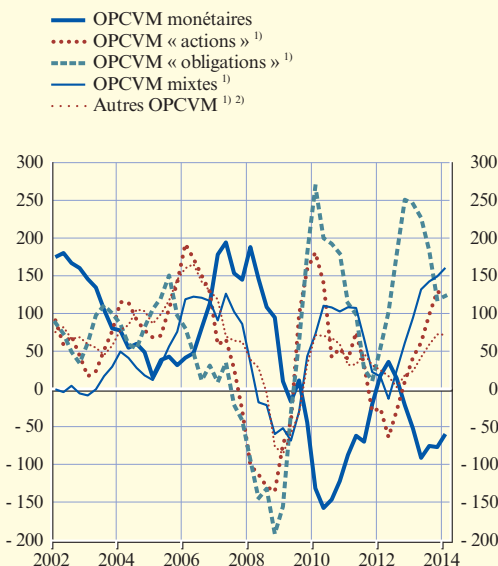


Source : BCE

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

**Graphique 15 Flux annuels nets de placements en titres d'OPCVM par catégories**

(montants en milliards d'euros)



Sources : BCE et FEFSI

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

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

### 2.3 TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Entre fin février et début juin 2014, les taux d'intérêt du marché monétaire ont très légèrement augmenté et affiché une certaine volatilité, reflétant principalement les fluctuations de l'excédent de liquidité et des effets de fin de mois. Du fait des remboursements anticipés, les contreparties ont à présent remboursé 557 milliards d'euros sur les 1 018,7 milliards de liquidités nettes initialement fournis en décembre 2011 et février 2012 par les deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans.

Les taux des prêts en blanc du marché monétaire ont très légèrement augmenté entre fin février et début juin 2014. Le 4 juin, les taux Euribor 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois s'établissaient à 0,24 %, 0,30 %, 0,39 % et 0,56 %, respectivement, soit une hausse de 1 point de base en moyenne. Par conséquent, l'écart entre l'Euribor 12 mois et 1 mois, un indicateur de la pente de la courbe des taux du marché monétaire, est resté quasiment stable au cours de la période considérée, s'établissant à 32 points de base le 4 juin. Les taux des prêts en blanc du marché monétaire ont présenté une faible volatilité au cours de la période sous revue, leur variation quotidienne n'excédant jamais 2 points de base pour les quatre échéances (cf. graphique 16).

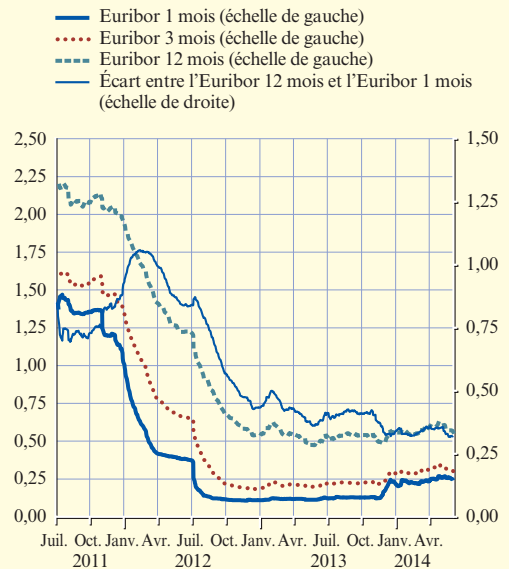
Les taux d'intérêt implicites tirés des prix des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois d'échéances juin, septembre et décembre 2014 et mars 2015 ont diminué de 2 à 15 points de base par rapport aux niveaux observés fin février, s'établissant à 0,24 %, 0,19 %, 0,17 % et 0,17 %, respectivement, le 4 juin (cf. graphique 18). L'incertitude des marchés, mesurée par la volatilité implicite tirée des options à court terme sur les contrats à terme sur l'Euribor 3 mois, a légèrement augmenté sur les deux mois s'achevant fin avril, avant de diminuer à nouveau progressivement, la période se terminant avec des niveaux proches de ceux observés fin février

(cf. graphique 19). Le taux du *swap* Eonia à 3 mois s'est inscrit légèrement au-dessous de 0,1 % le 4 juin, soit 4 points de base de moins que le 28 février. Par conséquent, l'écart entre le taux Euribor 3 mois et le taux du *swap* Eonia de même échéance a augmenté de 5 points de base, s'établissant à 20 points de base le 4 juin (cf. graphique 17).

Entre fin février et début juin, l'Eonia a diminué de quelque 11 points de base, dans un contexte de relative volatilité. Cette volatilité a principalement reflété des niveaux d'excédent de liquidité moins importants et des hausses de fin de mois, qui découlent probablement d'une demande de liquidité suscitée par l'« habillage des bilans » (cf. graphique 20). En particulier, au cours du mois de mars, l'Eonia a fluctué dans une fourchette étroite autour de 0,17 %, avant d'atteindre un pic tout juste inférieur à 0,7 % le 31 mars. Début avril, l'Eonia est revenu à l'intérieur d'une marge étroite, oscillant entre 0,20 % et 0,22 %. Toutefois, la dernière semaine d'avril, il a recommencé à augmenter régulièrement, s'inscrivant à 0,45 % environ à la fin du mois, avant de diminuer à nouveau la première semaine de mai. Vers le 20 mai, l'Eonia a recommencé à augmenter, culminant à 0,47 % le 27 mai, en raison d'anticipations par le marché d'un resserrement de la liquidité vers la fin du mois. Le 29 mai, après le règlement des opérations de liquidité

**Graphique 16 Taux d'intérêt du marché monétaire**

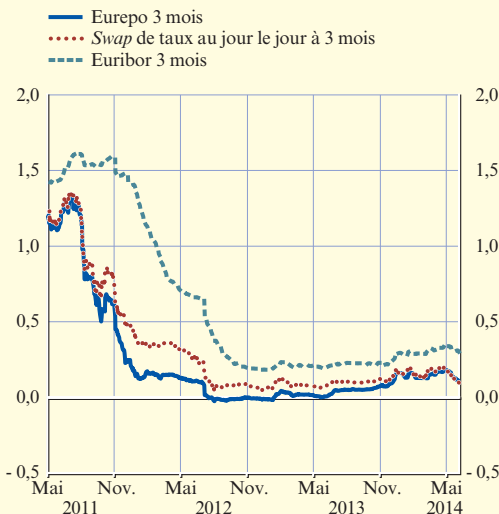
(en pourcentage annuel ; écart en points de pourcentage ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

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

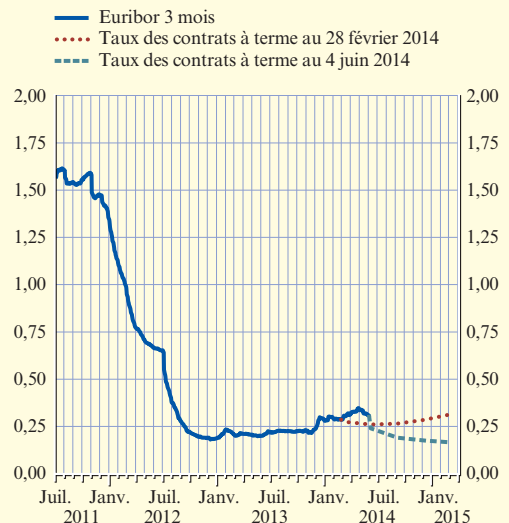
(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

**Graphique 18 Taux d'intérêt et taux des contrats à terme à 3 mois de la zone euro**

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

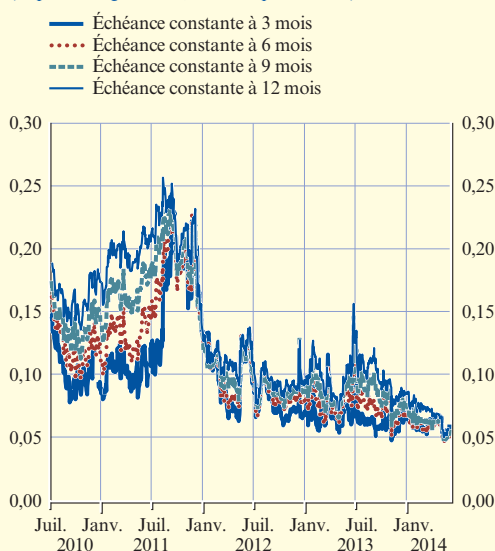


Source : Thomson Reuters

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

**Graphique 19** Volatilités implicites à échéances constantes tirées des options sur les contrats à terme Euribor 3 mois

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

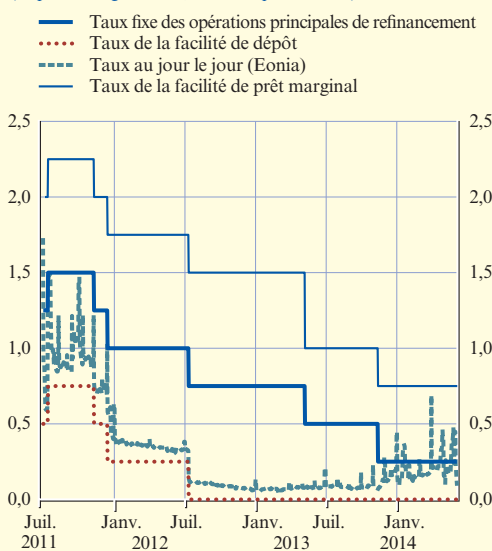


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

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

**Graphique 20** Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

hebdomadaires de l'Eurosystème, et en raison de la liquidité allouée dans le cadre d'une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, l'Eonia a diminué de 24 points de base. Le taux a continué de baisser pendant le reste de la période, reflétant principalement l'accroissement de liquidité consécutif à l'effet de fin de mois. Le 4 juin, l'Eonia s'établissait à 14 points de base.

La BCE a continué de fournir de la liquidité au moyen d'opérations de refinancement à échéance d'une semaine, d'opérations de refinancement dont l'échéance correspond à la durée d'une période de constitution de réserves et d'opérations d'une durée de trois mois. Toutes ces opérations ont été conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe et servies intégralement (cf. également encadré 3).

La BCE a également conduit des opérations hebdomadaires de retrait de liquidité à une semaine dans le cadre d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux maximum de soumission de 0,25 % au cours des troisième, quatrième et cinquième périodes de constitution des réserves de 2014. Cinq de ces opérations ont permis à la BCE d'absorber un montant correspondant à celui des achats effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres. Toutefois, à partir de la deuxième semaine de la quatrième période de constitution, la BCE a absorbé un montant inférieur à celui de ces achats, dans le contexte d'excédents de liquidité moyens moins importants.

La période sous revue se caractérise par une poursuite de la baisse tendancielle du niveau de l'excédent de liquidité, avec toutefois d'importantes fluctuations vers la fin du mois. La majeure partie de la volatilité observée des conditions de la liquidité est imputable aux contreparties ayant modifié leur recours aux opérations de l'Eurosystème dans un contexte de flux soutenu et assez régulier de

remboursements liés aux deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, et de fortes variations des facteurs autonomes. En conséquence, l'excédent de liquidité a beaucoup varié au cours de la période, passant par un point bas de 70 milliards d'euros et par un point haut de 179,5 milliards. Il s'est élevé en moyenne à 115,8 milliards d'euros au cours des trois périodes de constitution en question, contre 165,4 milliards lors des trois précédentes périodes. Le 4 juin, l'excédent de liquidité est ressorti à 125 milliards d'euros. En moyenne, le recours quotidien à la facilité de dépôt a représenté 28 milliards d'euros, l'excédent détenu en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants, 88 milliards, et le recours à la facilité de prêt marginal, 0,34 milliard. À ce stade, les remboursements volontaires effectués par les contreparties s'élèvent à 557 milliards d'euros par rapport à un montant de 1 018,7 milliards obtenu lors des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans.

### Encadré 3

#### CONDITIONS DE LA LIQUIDITÉ ET OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DU 12 FÉVRIER AU 13 MAI 2014

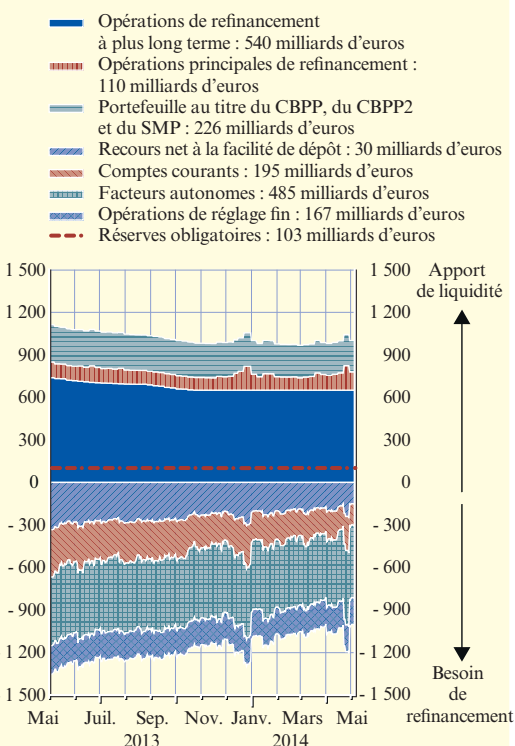
Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les périodes de constitution de réserves s'étant achevées le 11 mars, le 8 avril et le 13 mai 2014, soit les deuxième, troisième et quatrième périodes de constitution de l'année.

Au cours de la période sous revue, les opérations principales de refinancement ont continué d'être conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale. La même procédure a été maintenue pour les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves. Le taux fixe a été identique à celui de l'opération principale de refinancement en cours.

De plus, les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication est intervenue au cours de la période sous revue ont également été conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale. Le taux d'intérêt appliqué à chacune de ces opérations a été égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée des opérations de refinancement à plus long terme respectives. Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les taux directeurs de la BCE au cours de la période sous revue.

#### Graphique A Besoin de refinancement du système bancaire et apport de liquidité

(montants en milliards d'euros ; les moyennes quotidiennes pour la période sous revue sont présentées à côté de chaque rubrique)



Source : BCE

### Besoin de refinancement

Au cours de la période considérée, le besoin global de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, s'est établi à 588,1 milliards d'euros en moyenne, soit une baisse de 17,0 milliards par rapport à la moyenne quotidienne de la précédente période sous revue (du 13 novembre 2013 au 11 février 2014). Les facteurs autonomes ont nettement fléchi, revenant de 501,8 milliards d'euros en moyenne à 484,8 milliards au cours de la période sous revue. Les réserves obligatoires sont restées globalement inchangées, ressortant en moyenne à 103,3 milliards d'euros au cours de la période considérée (cf. graphique A).

S'agissant des contributions individuelles à la variation de la moyenne des facteurs autonomes, les actifs nets libellés en euros ont eu l'effet le plus substantiel s'agissant de l'apport de liquidité : ils se sont renforcés, en moyenne, de 31,0 milliards d'euros, passant de 447,0 milliards d'euros en moyenne au cours de la précédente période sous revue à 478,0 milliards au cours de la période actuellement sous revue. L'augmentation enregistrée par les actifs nets libellés en euros reflète, entre autres, une diminution des dépôts libellés en euros des banques centrales étrangères auprès de l'Eurosystème.

L'effet d'apport de liquidité exercé par ce facteur a été pour partie contrebalancé par un accroissement des dépôts des administrations publiques et des billets en circulation. Les dépôts des administrations publiques ont progressé de 7,7 milliards d'euros au cours de la période sous revue, passant de 73,9 milliards en moyenne à 81,6 milliards. Cette composante a également continué d'afficher une forte volatilité, fluctuant de quelque 59,4 milliards d'euros au cours de la période considérée. Ces fluctuations ont une incidence considérable sur la volatilité des facteurs autonomes ; on peut notamment observer une hausse sensible des dépôts des administrations publiques entre le 19 et le 23 du mois lors du processus de collecte de l'impôt et une diminution en début de mois lors du versement des salaires, des retraites et des prestations sociales. Toutefois, l'incidence sur le niveau moyen des facteurs autonomes est normalement moins forte. L'encours des billets en circulation a augmenté, en moyenne, de 4,0 milliards d'euros, passant de 936,1 milliards en moyenne au cours de la période précédente à 940,1 milliards au cours de la période actuellement sous revue. Plus précisément, l'encours des billets en circulation a progressé de 6,3 milliards d'euros durant la troisième période de constitution de réserves pour atteindre 938,4 milliards en moyenne et culminer au cours de la quatrième période de constitution à 947,9 milliards en moyenne, reflétant pour l'essentiel le profil saisonnier de la demande durant la période de Pâques.

Enfin, les réserves nettes de change et les autres facteurs autonomes se sont quasiment compensés du point de vue de la liquidité, les principales variations sur ces postes résultant de la pratique de l'amortissement trimestriel, qui exerce une influence de sens contraire sur chacun des postes. Les réserves nettes de change se sont traduites par une ponction sur la liquidité à hauteur de 8,4 milliards d'euros au cours de la période sous revue, revenant de 531,4 milliards en moyenne à 523,0 milliards, tandis que les autres facteurs autonomes se traduisaient par un apport de liquidités supplémentaires en diminuant de 6,1 milliards pour ressortir, en moyenne, à 463,7 milliards.

L'excédent moyen quotidien des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires s'est établi à 92,2 milliards d'euros au cours de la période sous revue, soit une baisse de 34,1 milliards par rapport à la précédente période. Ce recul est conforme à la baisse tendancielle de l'excédent de réserves observée depuis début 2013. L'excédent quotidien des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires a continué de fléchir en rythme mensuel, revenant d'un point haut de 98,3 milliards d'euros durant la deuxième période de constitution de réserves de 2014 à 87,7 milliards durant la quatrième période de constitution de 2014.

La baisse des avoirs en comptes courants a été progressive au cours des deuxième et troisième périodes de constitution. Toutefois, une volatilité plus importante a été observée durant la quatrième période de constitution, l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires fluctuant dans une fourchette comprise entre 145,4 milliards d'euros (point haut) et 46,5 milliards (point bas), les banques ayant davantage recours aux opérations de refinancement dans un contexte de tensions accrues sur les marchés monétaires au jour le jour, l'excédent de liquidité ressortant en dessous du seuil des 100 milliards.

### Apport de liquidité

Le montant moyen de liquidités fournies par le biais des opérations d'*open market* a poursuivi son recul, revenant de 782,1 milliards d'euros durant la précédente période à 709,4 milliards. Cette évolution s'explique essentiellement par les remboursements des liquidités obtenues lors des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, tandis que la liquidité apportée par les autres opérations de refinancement a augmenté en moyenne, contrebalançant quelque peu la diminution de l'excédent de liquidité. Les opérations d'appels d'offres<sup>1</sup> ont fourni 483,2 milliards d'euros en moyenne, soit une baisse de 62,0 milliards par rapport à la précédente période sous revue. La liquidité injectée par le biais des opérations principales de refinancement hebdomadaires est ressortie à 109,9 milliards d'euros en moyenne, en baisse de 0,4 milliard par rapport à la précédente période sous revue. Les montants alloués chaque semaine ont été toutefois plus volatils que lors des périodes précédentes, fluctuant dans une fourchette comprise entre 87,0 milliards d'euros le 5 mars 2014 et 172,6 milliards d'euros le 30 avril 2014, les banques ayant ajusté leur demande en fonction des évolutions de la liquidité et des conditions prévalant sur les marchés monétaires.

Durant la période sous revue, la contribution à l'apport de liquidité des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois et des opérations dont la durée correspond à une période de constitution de réserves a été en moyenne de 43,4 milliards d'euros, soit 11,8 milliards d'euros de plus que lors de la précédente période. Un niveau moyen aussi élevé de recours à ces opérations n'avait pas été observé depuis début 2013. Les opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans ont fourni 496,5 milliards d'euros en moyenne, les contreparties ayant remboursé 82,6 milliards d'euros durant la période sous revue, soit un montant comparable à celui de la période précédente. Les remboursements hebdomadaires ont été de 8,7 milliards d'euros au cours de la deuxième période de constitution, en net recul par rapport aux mois précédents. Cependant, les remboursements hebdomadaires se sont accélérés au cours de la troisième et de la quatrième période de constitution, ressortant à 41,9 milliards d'euros et 32,0 milliards, respectivement, après que l'échéance des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans est devenue inférieure à un an. Fin mars, les remboursements ont nettement augmenté avant la présentation des états financiers trimestriels.

L'encours cumulé des titres détenus à des fins de politique monétaire, comprenant les deux programmes d'achat d'obligations sécurisées (CBPP et CBPP2) et le Programme pour les marchés de titres, s'est établi à 226,3 milliards d'euros en moyenne, soit une baisse de 10,6 milliards.

L'encours de titres acquis dans le cadre du CBPP, qui s'est achevé en juin 2010, représentait 37,8 milliards d'euros à la fin de la période sous revue, soit une diminution de 1,9 milliard par rapport à la précédente période, certains titres étant arrivés à échéance. L'encours acquis dans le cadre du CBPP2, qui s'est achevé le 31 octobre 2012, s'est établi à 14,4 milliards d'euros à la fin de

<sup>1</sup> Les opérations d'appels d'offres comprennent les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme et les opérations de réglage fin, ces dernières pouvant revêtir la forme d'opérations d'apport ou de retrait de liquidité.

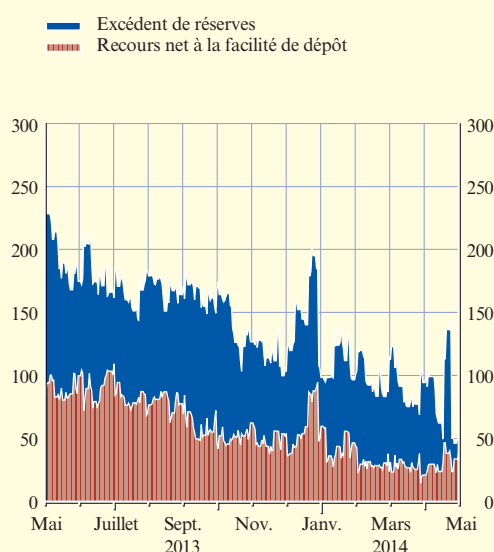
la période sous revue, soit une baisse de 0,6 milliard par rapport à la précédente période, également en raison de montants arrivés à échéance. La valeur des transactions réglées dans le cadre du Programme pour les marchés de titres a diminué de 8,3 milliards d'euros durant la période sous revue, en raison de remboursements. L'encours représentait 167,4 milliards d'euros à la fin de la période sous revue. Les opérations hebdomadaires de réglage fin de retrait de liquidité ont stérilisé la liquidité injectée par le biais du Programme, même si, lors des quatre dernières opérations de la période sous revue, les soumissions reçues ont été inférieures au montant absorbé prévu. Ces épisodes reflètent l'accroissement des tensions sur le marché monétaire en raison de la diminution de l'excédent de liquidité, qui s'est parfois accompagnée de hausses des taux au-dessus du taux de soumission maximal de ces opérations de retrait de liquidité. Le graphique A retrace les évolutions des besoins de refinancement du système bancaire et l'apport de liquidité.

### Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité a poursuivi son recul, s'établissant en moyenne à 121,3 milliards d'euros durant la période sous revue, contre 176,9 milliards au cours de la précédente période. Dans le même temps, il est demeuré volatil, notamment au cours de la dernière période de constitution, variant entre 179,5 milliards d'euros (le 6 mai 2014) et 74,0 milliards (le 7 mai 2014) au cours de la période sous revue. Comme décrit précédemment, les principaux facteurs à l'origine de ces évolutions ont été l'accroissement et les fluctuations des dépôts des administrations publiques, ainsi qu'une augmentation du volume de billets en circulation, l'importance des remboursements opérés au cours de la période sous revue et la plus grande volatilité des montants alloués par le biais des opérations principales de refinancement. Avec un taux d'intérêt appliqué à la facilité de dépôt de 0 %, égal par conséquent à la rémunération de la détention d'un excédent de réserves, les contreparties ont été globalement indifférentes à la répartition de leur excédent de liquidité. Au cours des trois périodes de constitution sous revue, le profil a été relativement stable, 24 % environ de l'excédent de liquidité étant détenu dans le cadre de la facilité de dépôt et 76 % en

**Graphique B Évolution de l'excédent de liquidité et sa répartition entre excédent de réserves et facilités permanentes**

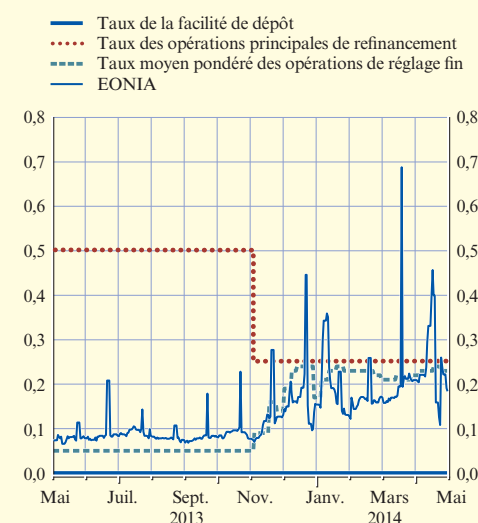
(montants en milliards d'euros ; données quotidiennes)



Source : BCE

**Graphique C Sélection de taux d'intérêt de la BCE, Eonia et taux moyen pondéré des opérations de réglage fin**

(en pourcentage ; données quotidiennes)



Source : BCE

tant qu'excédent de réserves. Toutefois, il apparaît qu'au cours de la dernière semaine des périodes de constitution, lorsque davantage de contreparties ont déjà rempli leurs obligations de réserves, la part de l'excédent de liquidité dans la facilité de dépôt augmente. C'était particulièrement le cas de la quatrième période de constitution de 2014 où, en moyenne, 39 % de l'excédent de liquidité était détenu dans le cadre de la facilité de dépôt durant la dernière semaine (cf. graphique B).

### Évolution des taux d'intérêt

Au cours de la période sous revue, les taux de la facilité de prêt marginal, des opérations principales de refinancement et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,75 %, 0,25 % et 0 %, respectivement. Dans le contexte de la baisse de l'excédent de liquidité, le niveau et la volatilité de l'Eonia se sont accrus par rapport à la précédente période sous revue. L'Eonia s'est établi à 20,7 points de base en moyenne, après 16,9 points de base durant les trois périodes de constitution précédentes. Au cours de la période sous revue, l'Eonia a fluctué entre 10,8 et 68,8 points de base. L'Eonia était en moyenne de 17,2 points de base pendant la deuxième période de constitution. Il s'est inscrit en hausse à 20,1 points de base lors de la troisième période de constitution et à 24 points de base au cours de la quatrième période de constitution. Les taux des opérations hebdomadaires de réglage fin de retrait de liquidité ont également atteint des niveaux nettement plus élevés que lors de la période précédente, le taux d'adjudication moyen pondéré variant entre 21 et 24 points de base au cours de la période sous revue (cf. graphique C).

## 2.4 MARCHÉS OBLIGATAIRES

*Entre fin février et début juin 2014, les rendements des emprunts publics se sont infléchis dans la zone euro comme aux États-Unis. Le recul s'est accéléré durant la seconde moitié de mai, avant de s'inverser partiellement début juin. La compression des rendements des emprunts publics a reflété l'incidence de la publication de données économiques contrastées et le renforcement des tensions face auxquelles les intervenants de marché se sont retrouvés en raison de turbulences géopolitiques. Durant la première moitié de la période sous revue, les annonces du Comité fédéral de l'Open Market (FOMC) concernant le programme d'assouplissement quantitatif mené aux États-Unis peuvent également avoir exercé une pression baissière sur les rendements. Les écarts de rendement entre les obligations souveraines de la zone euro et le taux des swaps au jour le jour indexé se sont resserrés, dans un contexte de regain de confiance et de stabilité générale des anticipations concernant l'incertitude sur le marché obligataire. Les indicateurs financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro n'ont pas varié significativement et sont demeurés pleinement compatibles avec la stabilité des prix.*

Entre fin février et le 4 juin 2014, les rendements des emprunts publics à dix ans notés AAA de la zone euro ont cédé quelque 25 points de base pour s'établir à 1,6 % (cf. graphique 21). Dans le même intervalle, les rendements des emprunts publics à dix ans aux États-Unis se sont contractés de 5 points de base, revenant à 2,6 %, tandis que les rendements nippons sont demeurés globalement stables, aux alentours de 0,6 %. Dans la zone euro, l'ensemble de la structure par terme a opéré un glissement vers le bas, les rendements des emprunts publics notés AAA à cinq ans et deux ans fléchissant également durant la période sous revue. Pour ces échéances, les replis observés ont été moins marqués que pour les échéances à dix ans, avec des pertes de respectivement 20 et 10 points de base. Par conséquent, la courbe de la structure par terme, mesurée par l'écart entre les rendements des emprunts à dix ans et à deux ans, a diminué de 15 points de base pendant la période sous revue.

Début mars, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA de la zone euro ont progressé, fût-ce dans une moindre mesure que les rendements des emprunts à long terme américains, dans le sillage



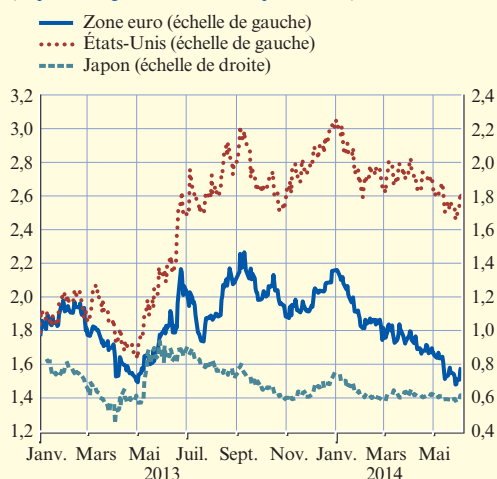
de la publication de données solides concernant le marché du travail aux États-Unis. Après un certain revirement, les rendements dans la zone euro sont repartis à la hausse, à la faveur notamment de la décision du Comité fédéral de l'Open Market (FOMC) de procéder à une nouvelle réduction du rythme des achats d'actifs, ainsi que de la publication de données relatives à l'indice des directeurs d'achat tant aux États-Unis que dans la zone euro. Toutefois, entre le 20 mars environ et mi-avril, les rendements dans la zone euro se sont repliés, principalement en réaction à la publication de données économiques en demi-teintes, et plus particulièrement de données défavorables concernant le marché du travail aux États-Unis. De mi-avril à mi-mai, les rendements des emprunts publics à long terme de part et d'autre de l'Atlantique ont affiché une relative volatilité, sans s'inscrire dans une tendance particulière, la montée des craintes quant aux risques géopolitiques liés à la crise politique en Ukraine venant contrebalancer les publications de données positives dans les deux zones économiques, en particulier concernant la production industrielle. Cela étant, les rendements des emprunts publics à long terme sont repartis à la baisse dans les deux principales zones économiques autour de mi-mai, principalement du fait de la publication de données relatives au PIB plus faibles qu'escompté pour certains pays de la zone euro ainsi que pour l'ensemble de la zone euro, de même que d'une montée des anticipations du marché quant aux décisions de politique monétaire de la BCE. L'issue du scrutin électoral en Ukraine, qui avait contribué à relâcher les tensions géopolitiques et à restaurer la confiance, pourrait, dans le même laps de temps, avoir concouru à la compression des rendements aux États-Unis. De manière générale, des facteurs de ce type semblent l'avoir emporté sur la publication de données économiques positives durant la même période aux États-Unis, ce qui, en revanche, a probablement exercé une influence positive sur les marchés boursiers. Début juin, les rendements des emprunts publics à long terme ont globalement progressé de 10 et 15 points de base respectivement dans la zone euro et aux États-Unis. Ce revirement s'est opéré principalement à la faveur d'une nouvelle amélioration des conditions économiques outre-Atlantique, tandis que la publication de données moins favorables qu'escompté quant à l'inflation et à l'activité manufacturière dans la zone euro semble n'avoir joué qu'un rôle mineur.

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 brève échéance, est demeurée globalement stable dans la zone euro pendant la période de référence et a affiché une hausse marginale aux États-Unis (cf. graphique 22). De manière générale, dans les deux zones économiques, la volatilité implicite a eu tendance à diminuer depuis début mars pour atteindre un plancher relatif vers mi-mai. Durant le reste du mois, elle est revenue à des valeurs légèrement inférieures à celles qui prévalaient fin février, mais a augmenté à un rythme plus soutenu début juin, également en raison de l'élévation des rendements des emprunts publics à long terme, et avoisinait 4,9 % dans les deux zones économiques le 4 juin.

Reflétant la stabilité générale de la volatilité implicite des obligations, les tensions sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro sont demeurées globalement modérées. Les quelques épisodes

**Graphique 21 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.

volatils de courte durée qui ont pu être observés ont principalement fait écho aux évolutions de facteurs géopolitiques au cours de la période sous revue et, vers mi-mai, à l'incidence des publications des données concernant le PIB évoquées plus haut. Depuis fin mai, pendant que les rendements des emprunts publics notés AAA de la zone euro s'inscrivaient en hausse, des progressions globalement comprises entre 6 et 30 points de base ont également été observées sur bon nombre de marchés des obligations souveraines au sein de la zone euro. Les rendements obligataires à long terme se sont généralement contractés dans la plupart des pays de la zone euro entre fin février et le 4 juin, affichant des pertes comprises entre 10 et 120 points de base. Dans le même intervalle, les écarts de rendement entre les obligations à long terme et le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) se sont également resserrés pour la plupart des pays, de l'ordre de 15 à 100 points de base. Le resserrement des écarts corrobore le regain de confiance des investisseurs soutenu, d'une part, par le succès récolté par les émissions de bons d'État dans plusieurs pays qui avaient été sévèrement touchés par la crise et, d'autre part, par des informations encourageantes en matière de notations.

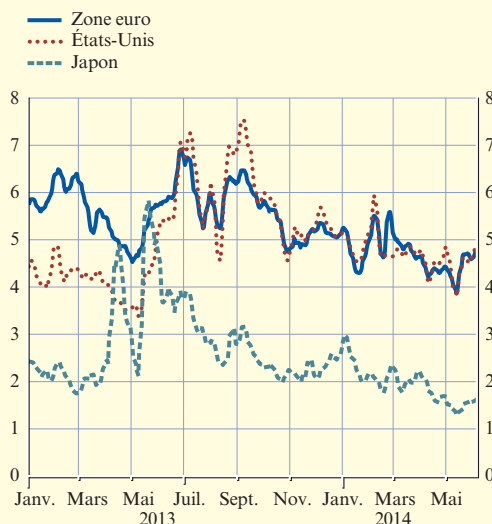
De manière générale, les rendements obligataires réels dans la zone euro, mesurés par les rendements des emprunts publics indexés sur l'inflation, ont accusé un repli marginal pendant la période sous revue, reflétant globalement le recul des taux d'intérêt nominaux à long terme<sup>1</sup> (cf. graphique 23). Entre fin février et début juin, les rendements réels des emprunts publics à cinq ans et à dix ans ont décliné de 30 à 35 points de base, pour revenir respectivement à  $-0,57\%$  et  $0,04\%$ . Si le repli a été plus limité en mars, de l'ordre de 5 points de base pour les deux échéances, il s'est avivé en avril et en mai, avoisinant en moyenne 10 points de base par mois dans les deux cas. Un léger revirement a pu être observé début juin. Compte tenu des variations des rendements réels des obligations à cinq ans et à dix ans, le taux d'intérêt réel anticipé à long terme dans la zone euro a abandonné 30 points de base, pour s'établir légèrement en deçà de  $0,7\%$  à la fin de la période sous revue.

Les rendements nominaux et réels ayant affiché des replis globalement similaires durant la période sous revue, les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro n'ont pas varié significativement depuis fin février. Le point mort d'inflation à dix ans tiré des obligations indexées sur l'inflation a affiché une hausse marginale, de 6 points de base, pour s'établir à  $1,65\%$ . À l'inverse, le point mort d'inflation à cinq ans tiré des obligations indexées sur l'inflation a augmenté plus sensiblement, de 13 points de base, pour avoisiner  $1,15\%$ . De manière conséquente, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a accusé un recul marginal, de 2 points de base, entre fin février et le 4 juin, pour ressortir légèrement en deçà de  $2,2\%$  à cette dernière date

<sup>1</sup> Le rendement réel des emprunts publics de la zone euro indexés sur l'inflation se calcule comme étant le rendement moyen pondéré par le PIB des emprunts publics français et allemands indexés sur l'inflation. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Estimation des rendements réels et des points morts d'inflation après la récente intensification de la crise de la dette souveraine* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011.

**Graphique 22 Volatilité implicite du marché des emprunts publics**

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

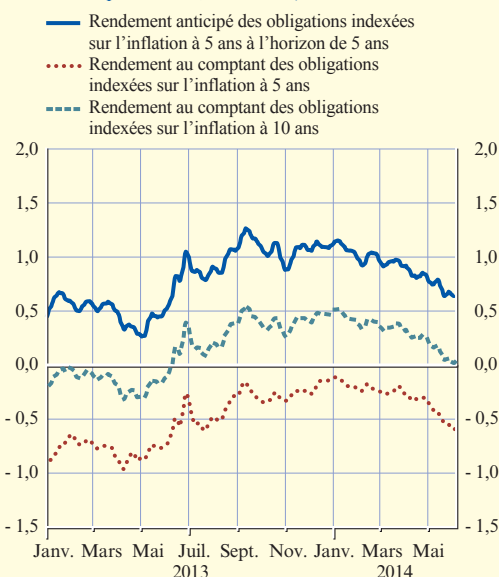


Source : Bloomberg

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

**Graphique 23 Rendements des obligations zéro coupon de la zone euro indexées sur l'inflation**

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

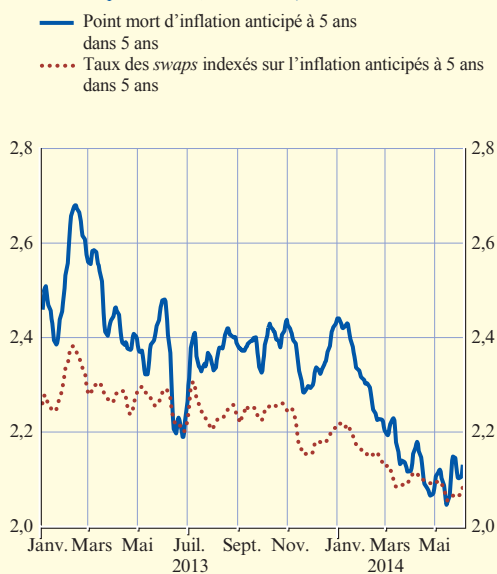


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

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

**Graphique 24 Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon de la zone euro et taux des swaps indexés sur l'inflation**

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



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

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

(cf. graphique 24). Durant la période sous revue, les points morts d'inflation anticipés à long terme, calculés à partir des *swaps* indexés sur l'inflation, un peu moins volatils, ont aussi baissé, de 3 points de base, s'établissant à 2,1 % début juin. De manière générale, après prise en compte des primes de risque d'inflation et de liquidité incluses dans les obligations indexées sur l'inflation, ainsi que de la volatilité historique des rendements de ce type d'obligations, les indicateurs fondés sur le marché donnent à penser que les anticipations d'inflation à long terme demeurent pleinement compatibles avec la stabilité des prix <sup>2</sup>.

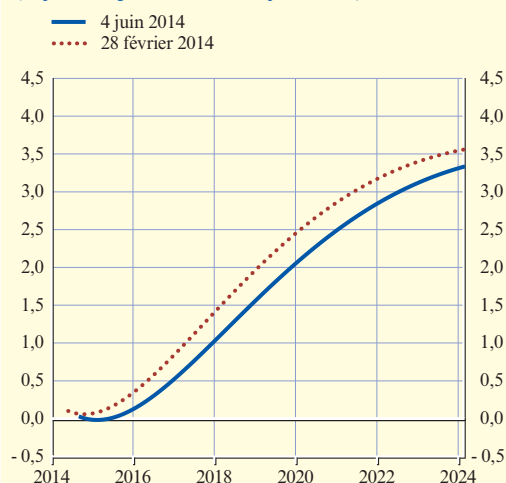
La structure par terme des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés dans la zone euro s'est déplacée vers le bas entre fin février et le 4 juin, abandonnant entre 7 et 35 points de base. Le recul a été relativement faible pour les échéances inférieures ou égales à un an, à savoir environ 10 points de base, mais a été plus marqué pour les échéances plus longues, un pic de 35 points de base ayant été enregistré pour les échéances proches de six ans et plus (cf. graphique 25).

Durant la période sous revue, les rendements des obligations bien notées émises par des sociétés dans la zone euro ont affiché un repli comparable à celui observé pour les rendements des emprunts publics à long terme, pour les émetteurs tant financiers que non financiers, tous niveaux de notation confondus. S'agissant des émetteurs non financiers, les rendements ont globalement décliné de 19 à 30 points de base et s'échelonnaient entre 0,92 % pour les émetteurs notés AAA et 2,4 % pour les émetteurs notés BBB début juin. Les écarts de ces obligations (par rapport à l'indice Merrill Lynch des emprunts publics notés AAA pour l'UEM) se sont généralement aussi resserrés, de 3 à 20 points de base, pour les émetteurs tant financiers que non financiers, quelle que soit leur notation. De manière générale, pour la plupart des classes de notation, les écarts de rendement des obligations émises par des sociétés sont demeurés faibles comparativement aux pics relatifs enregistrés début 2013.

<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 25 Courbe des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés de la zone euro**

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

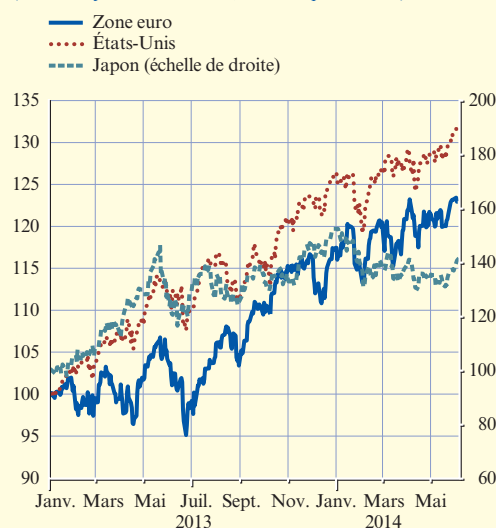


Sources : BCE, EuroMTS (données sous-jacentes) et Fitch Ratings (notations)

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.

**Graphique 26 Indices boursiers**

(indice : 1<sup>er</sup> janvier 2013 = 100 ; données quotidiennes)



Source : Thomson Reuters

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

## 2.5 MARCHÉS BOURSIERS

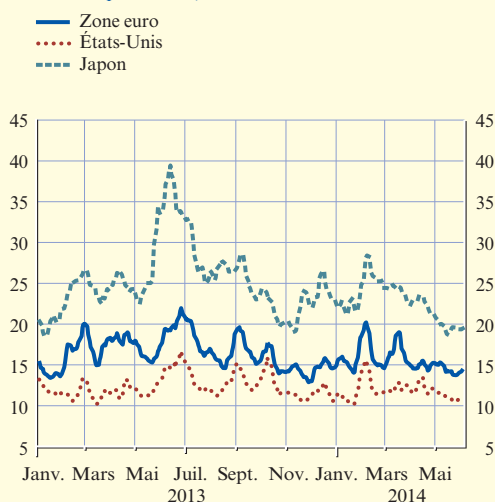
Entre fin février et début juin 2014, les cours boursiers se sont appréciés à la fois dans la zone euro et aux États-Unis, et ce en raison des résultats généralement encourageants des entreprises et à la suite de certains signes de rebond de l'activité économique, même si les données publiées ont été assez mitigées pendant la période sous revue. Toutefois, en particulier durant les deux premiers mois de la période sous revue, un regain des tensions géopolitiques et la décision du Comité fédéral de l'Open Market (FOMC) aux États-Unis de réduire les achats d'actifs ont continué de peser sur les cours des actions.

Pendant la période sous revue, les cours boursiers se sont accrus dans les deux principales zones économiques. Dans la zone euro, l'indice large Dow Jones EuroStoxx a progressé de 2,0 % entre fin février et le 4 juin, tandis qu'aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a augmenté de 3,7 %. Au Japon, les cours des actions, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont également crû, de 1,5 %, au cours de cette même période (cf. graphique 26).

Tout au long de mars et d'avril, les cours boursiers dans la zone euro et aux États-Unis n'ont progressé que marginalement, de l'ordre de respectivement quelque 0,7 et 1,3 %, la faible volatilité reflétant les effets relatifs des données économiques publiées et les tensions géopolitiques suscitées par la crise politique en Ukraine. L'annonce par le FOMC en mars que celui-ci réduirait encore ses achats d'actifs et qu'il reverrait ses indications prospectives est également susceptible d'avoir pesé sur les évolutions des cours des actions. Toutefois, la décision similaire que le FOMC a prise le 30 avril avait été largement anticipée, et elle n'a donc eu qu'une incidence limitée sur les marchés boursiers mondiaux. Les cours des actions au Japon, mesurés par l'indice Nikkei 225, se sont repliés de 4 % environ en mars et en avril. La plupart des hausses enregistrées sur les marchés boursiers de la zone euro et des États-Unis au cours de la période sous revue

**Graphique 27 Volatilité implicite des marchés boursiers**

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

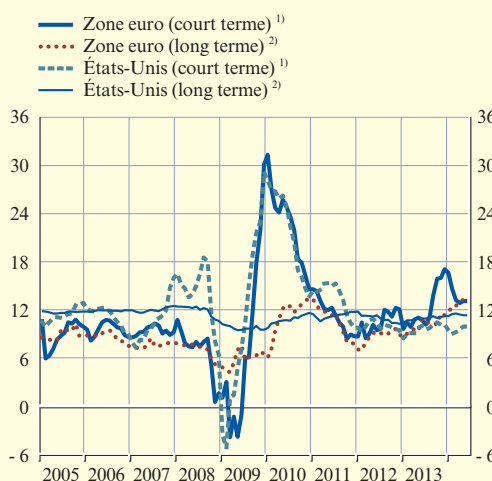


Source : Bloomberg

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 indicielles. Les indices boursiers auxquels ont trait les volatilités implicites sont le Dow Jones EuroStoxx 50 pour la zone euro, le Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et le Nikkei 225 pour le Japon.

**Graphique 28 Croissance attendue des bénéfices par action aux États-Unis et dans la zone euro**

(en pourcentage annuel ; données mensuelles)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

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

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

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

l'ont été durant le dernier mois de celle-ci, grâce aux données positives publiées vers mi-mai à propos de l'activité manufacturière, du marché du travail et des ventes de logements aux États-Unis, et aussi au vu du résultat des élections au Parlement européen. Les résultats des élections en Ukraine ont eux aussi contribué à alléger les tensions géopolitiques et à rétablir la confiance. Les nouvelles données favorables qui ont été publiées depuis fin mai aux États-Unis ont elles aussi concouru à soutenir les marchés boursiers. En mai et début juin, les cours des actions ont progressé de 1,2 % dans la zone euro, tandis qu'ils ont grimpé de 2,3 % aux États-Unis. Les cours boursiers ont également rebondi au Japon, où ils ont aussi été soutenus par des facteurs domestiques tels qu'un indice des directeurs d'achat meilleur que prévu et une vive reprise des dépenses d'investissement, ainsi que par le fait que le marché anticipait que la banque centrale pourrait prolonger l'assouplissement monétaire.

Dans la ligne de la progression de l'indice global, les cours boursiers ont également augmenté dans la plupart des secteurs de la zone euro (cf. tableau 6). De faibles baisses ont toutefois été observées au niveau des cours des actions des secteurs de la finance et de la technologie, de même que de celui des services aux consommateurs. S'agissant plus particulièrement du secteur financier, les cours des actions des banques européennes ont réagi positivement à la publication par l'Autorité bancaire européenne, fin avril 2014, de la méthodologie et des scénarios macroéconomiques des tests de résistance auxquels seront soumis les bilans de banque plus tard en 2014, même si l'indice sectoriel s'est néanmoins replié de, globalement, 1 % au cours de la période de référence. Dans le même temps, des plus-values supérieures à la moyenne ont été enregistrées pour les actions du secteur des services collectifs, du secteur pétrolier et énergétique et du secteur des télécommunications.

L'incertitude sur les marchés boursiers, mesurée par la volatilité implicite, est demeurée globalement inchangée dans la zone euro entre fin février et début juin, tandis qu'elle a diminué de quelque 0,8 point de pourcentage aux États-Unis au cours de cette même période. Dans l'ensemble, la volatilité implicite

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

(données de fin de période en pourcentage)

	EuroStoxx	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Secteur financier	Santé	Industrie	Technologie	Télécommunications	Services collectifs
<b>Part du secteur dans la capitalisation boursière</b> (données de fin de période)	100,0	9,9	6,7	16,8	6,6	23,4	5,1	15,6	5,1	4,6	6,2
<b>Évolution des cours</b>											
T1 2013	2,0	1,1	10,1	7,9	- 3,7	- 5,1	10,9	4,9	3,9	- 3,1	- 4,4
T2 2013	- 1,1	- 2,0	- 1,3	- 2,2	- 4,2	1,9	- 0,7	- 2,2	1,0	- 1,9	- 1,4
T3 2013	11,3	6,8	9,6	8,9	12,0	16,7	- 3,7	14,5	13,3	19,1	11,1
T4 2013	7,3	9,5	7,1	3,4	0,9	12,5	6,0	7,5	7,2	6,8	4,3
T1 2014	2,9	- 1,2	2,1	1,9	5,1	5,0	- 1,4	1,9	- 0,8	3,0	13,4
Avril 2014	0,5	1,8	- 2,2	1,2	6,2	- 0,3	1,8	0,1	- 3,4	3,9	- 2,5
Mai 2014	1,5	2,6	1,9	2,4	- 0,3	- 0,2	0,8	1,3	3,3	2,1	4,2
28 février 2014 – 4 juin 2014	2,0	2,1	- 0,7	3,5	7,0	- 0,7	1,9	1,2	- 0,4	8,2	6,8

Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

n'a pas affiché de fluctuations importantes au cours de la période sous revue, si ce n'est vers mi-mars, lorsqu'un pic temporaire a été observé à la suite de l'aggravation des tensions géopolitiques et, peut-être, de la décision du FOMC de réduire ses achats, de même que, dans le cas de la zone euro, début juin, dans un contexte de hausse des rendements souverains et de la volatilité attendue sur le marché obligataire.

## 2.6 FINANCEMENT ET SITUATION FINANCIÈRE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Le coût réel du financement des sociétés non financières de la zone euro a légèrement augmenté entre décembre 2013 et avril 2014. Cette progression traduit une hausse du coût réel des fonds propres et de celui des prêts bancaires, laquelle a été partiellement compensée par une diminution du coût réel du financement par endettement de marché. S'agissant des flux de financement, les prêts bancaires consentis aux sociétés non financières se sont de nouveau contractés au cours des quatre premiers mois de 2014. La reprise économique encore fragile observée au premier trimestre 2014 a continué d'exercer une certaine pression modératrice sur la demande de prêts. Du côté de l'offre, la nécessité pour les banques d'améliorer leurs ratios de fonds propres a freiné leur capacité d'accorder du crédit aux sociétés non financières. Dans ce contexte, des données d'enquête portant sur le premier trimestre 2014 suggèrent que les conditions d'octroi de crédits bancaires aux sociétés non financières sont demeurées tendues sur une base nette, à un niveau pratiquement inchangé par rapport à celui enregistré lors du trimestre précédent. Néanmoins, l'émission de titres de créance et, dans une moindre mesure, d'actions cotées a de nouveau soutenu les flux de financement externe des sociétés non financières de la zone euro. Au premier trimestre 2014, les sociétés de la zone euro ont globalement continué de dégager une capacité nette de financement.

### CONDITIONS DE FINANCEMENT

Le coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro, calculé en pondérant le coût de différents types de financement par leur encours respectif, corrigé des effets de valorisation, a légèrement augmenté pour s'établir à 3,5 % en avril 2014, contre 3,3 % en décembre 2013 (cf. graphique 29). L'évolution de l'indice global par rapport au dernier mois de l'année précédente reflète une hausse de 45 points de base du coût réel des fonds propres, alors que celui du financement par endettement de marché a fléchi de 31 points de base. Au cours de la même période, les taux bancaires réels des prêts tant à court qu'à long termes accordés aux sociétés non financières se sont accrus de 21 et de 7 points de base respectivement. Les données disponibles jusqu'en mai 2014 suggèrent que le coût réel des

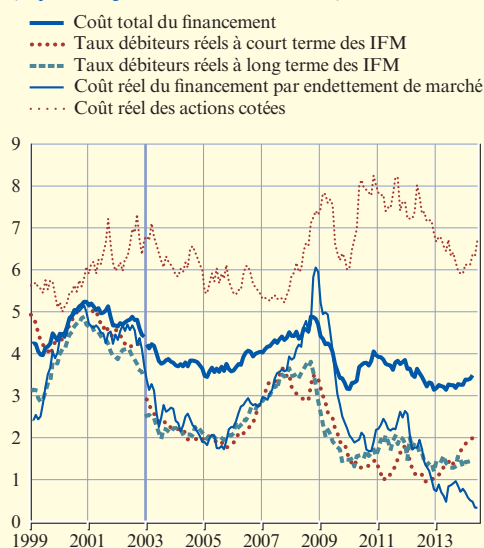
fonds propres a poursuivi sa progression, tandis que celui du financement par endettement de marché a diminué pour ressortir à un nouveau plancher historique depuis janvier 1999.

Un examen plus détaillé des composantes du financement externe fait apparaître que, pendant la période comprise entre décembre 2013 et avril 2014, les taux d'intérêt nominaux appliqués par les IFM aux nouveaux prêts consentis aux sociétés non financières sont restés pratiquement inchangés pour les prêts de faible montant (d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros). Au cours de la même période, les taux d'intérêt nominaux se sont quelque peu contractés pour les nouveaux prêts de montant élevé (supérieur à un million d'euros) dont la période de fixation initiale du taux est courte, alors que ceux des prêts de montant élevé assortis d'une période de fixation initiale du taux plus longue n'ont pas varié (cf. tableau 7). Entre décembre 2013 et avril 2014, l'écart entre les taux d'intérêt sur les prêts de faible montant et ceux sur les prêts de montant élevé s'est légèrement creusé, de 5 points de base, pour les prêts dont la période de fixation initiale du taux est courte, tandis qu'il est demeuré stable pour les prêts dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans.

Entre décembre 2013 et avril 2014, la perception d'un risque de crédit élevé parmi les emprunteurs

**Graphique 29 Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro**

(en pourcentage annuel ; données mensuelles)



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

Notes : Le coût réel du financement externe des sociétés non financières correspond à la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des titres de créance et du coût des actions, en fonction de leurs encours respectifs, et déflaté des anticipations d'inflation (cf. l'encadré intitulé *Mesure du coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de mars 2005). L'introduction, début 2003, des taux débiteurs harmonisés des IFM a entraîné une rupture statistique dans les séries. Les données à compter de juin 2010 peuvent ne pas être totalement comparables aux données antérieures en raison des changements de méthodologie résultant de la mise en application des règlements BCE/2008/32 et BCE/2009/7 (modifiant le règlement BCE/2001/18).

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

(en pourcentage annuel ; en points de base)

	T1 2013	T2 2013	T3 2013	T4 2013	Mars 2014	Avril 2014	Variation en points de base <sup>1)</sup> à avril 2014 depuis		
							Janv. 2013	Janv. 2014	Mars 2014
<b>Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts</b>									
Découverts bancaires consentis aux sociétés non financières	3,94	3,89	3,86	3,79	3,78	3,81	- 17	- 4	3
Prêts aux sociétés non financières ≤ 1 million d'euros									
À taux variable et dont la période de fixation initiale des taux est ≤ 1 an	3,75	3,73	3,76	3,79	3,79	3,80	1	- 5	1
Dont la période de fixation initiale des taux est > 5 ans	3,49	3,29	3,26	3,27	3,28	3,27	- 12	- 1	- 1
Prêts aux sociétés non financières > 1 million d'euros									
À taux variable et dont la période de fixation initiale des taux ≤ 1 an	2,12	2,17	2,15	2,29	2,26	2,25	5	0	- 1
Avec une période de fixation initiale des taux > 5 ans	2,85	2,93	3,06	2,96	2,98	2,97	1	- 6	- 1
<b>Pour mémoire</b>									
Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	0,21	0,22	0,23	0,29	0,31	0,34	11	4	3
Rendement des emprunts publics à 2 ans	0,07	0,30	0,22	0,25	0,17	0,16	- 15	5	- 1
Rendement des emprunts publics à 7 ans	1,10	1,51	1,42	1,58	1,21	1,13	- 30	- 12	- 8

Source : BCE

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

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

et le fléchissement des rendements des obligations souveraines de la zone euro ont exercé des pressions à la hausse sur l'écart des taux débiteurs bancaires par rapport aux taux d'intérêt du marché. Ainsi, l'écart entre les taux d'intérêt à long terme appliqués aux prêts de montant élevé et le rendement des emprunts publics à sept ans notés AAA est passé de 137 points de base en décembre 2013 à 184 points de base en avril 2014. Toutefois, à court terme, l'écart des taux débiteurs bancaires par rapport aux taux d'intérêt du marché a continué de diminuer. En ce qui concerne les prêts de faible montant, l'écart entre les taux d'intérêt bancaires et l'Euribor 3 mois est revenu à 346 points de base en avril 2014 (contre 350 points de base en décembre 2013). Une baisse similaire a été enregistrée pour les prêts de montant élevé, l'écart entre les taux d'intérêt bancaires et l'Euribor 3 mois retombant à 191 points de base (contre 200 points de base en décembre 2013).

S'agissant des données d'enquête sur l'offre et la demande de prêts bancaires aux sociétés non financières de la zone euro, l'enquête d'avril 2014 sur la distribution du crédit bancaire portant sur le premier trimestre 2014 a montré que les conditions d'octroi de crédits aux sociétés non

financières sont demeurées tendues, à un niveau globalement inchangé par rapport à celui relevé au dernier trimestre 2013. Toutefois, le niveau du durcissement net reste à son plus bas historique depuis le lancement de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. La perception d'une atténuation du risque de crédit lié aux emprunteurs, conjuguée à une amélioration modérée des perspectives économiques, a entraîné un léger assouplissement net des conditions d'octroi de crédits bancaires aux entreprises. Du côté de l'offre de crédit, la réduction des contraintes de bilan des banques et la diminution des coûts du financement bancaire ont également quelque peu contribué à un assouplissement net des conditions d'octroi de crédits aux entreprises. Pour le deuxième trimestre 2014, les banques prévoient la poursuite de l'assouplissement net des critères d'octroi de crédits aux entreprises<sup>3</sup>. Pour ce qui est des conditions de financement de marché, entre décembre 2013 et avril 2014 (le dernier mois pour lequel les données sont entièrement disponibles), l'écart entre le coût du financement par endettement de marché des sociétés non financières et les rendements des emprunts publics notés AAA s'est encore resserré. Cette réduction a concerné l'ensemble des catégories de notation des obligations du secteur privé, même si elle a été plus importante dans le cas des obligations moins bien notées (« à rendement élevé »), où elle a atteint 35 points de base (cf. graphique 30).

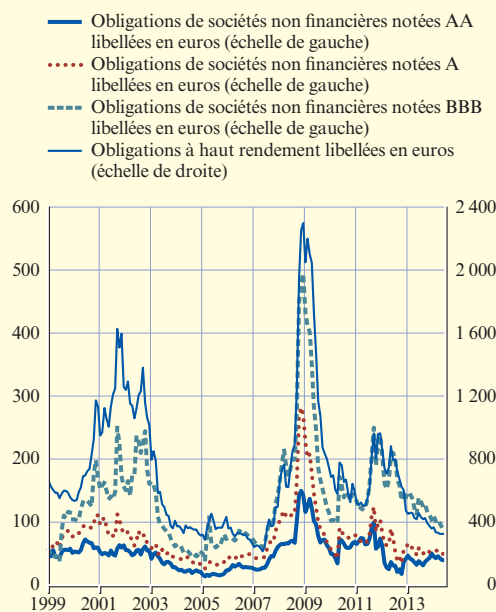
### FLUX DE FINANCEMENT

Entre décembre 2013 et mars 2014, la faiblesse de l'activité économique et de l'inflation, combinée à la relative vigueur de l'émission d'actions par les sociétés non financières, a conduit à un nouveau recul des bénéfices par action des sociétés non financières de la zone euro. En particulier, le taux de variation annuel des bénéfices par action des sociétés cotées de la zone euro s'est établi à -6,7 % en mai 2014,

<sup>3</sup> Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le premier trimestre 2014* du *Bulletin mensuel* de mai 2014.

**Graphique 30 Écarts de rendement des obligations des sociétés non financières**

(en points de base ; moyennes mensuelles)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

Notes : Les écarts de rendement sont calculés par rapport aux emprunts d'État notés AAA.



**Graphique 31 Bénéfices par action  
des sociétés non financières cotées  
de la zone euro**

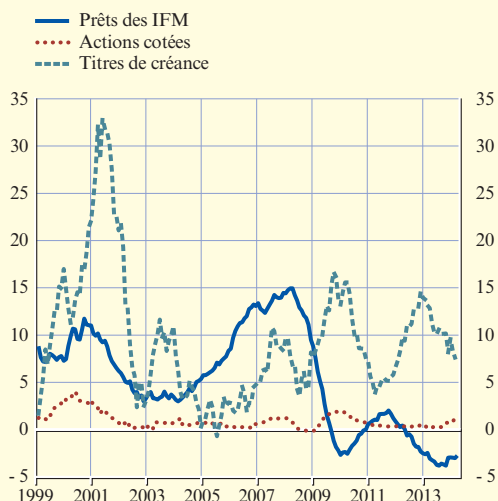
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

**Graphique 32 Financement externe  
des sociétés non financières par instruments**

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Note : Les actions cotées sont libellées en euros.

contre  $-7,7\%$  en décembre 2013 (cf. graphique 31). Sur un horizon futur, les intervenants de marché s'attendent, sur la base d'indicateurs extraits de sources de marché, à un ralentissement graduel du rythme de contraction des bénéfices par action, jusqu'à son retour en territoire positif au quatrième trimestre de cette année.

Au premier trimestre 2014, la dynamique du financement externe des sociétés est restée relativement faible. Cette évolution tient d'une part à des facteurs liés à la demande, inhérents à la reprise encore fragile des investissements des entreprises, et d'autre part à certaines contraintes persistantes sur l'offre de financement, en particulier aux petites et moyennes entreprises (PME). Corrigés des cessions et de l'activité de titrisation, les prêts accordés par les IFM ont diminué de  $3,1\%$  par rapport au même trimestre de l'année précédente, s'établissant à un niveau inchangé par rapport à celui relevé au quatrième trimestre 2013. En avril 2014, le rythme de contraction s'est légèrement ralenti, le taux de croissance annuel s'élevant à  $-2,7\%$  (cf. également l'encadré 1). La poursuite de la baisse des prêts consentis par les IFM aux grandes sociétés non financières a été partiellement compensée par leur capacité de recourir à d'autres sources de financement externe. Même si la croissance annuelle de l'émission nette de titres de créance des entreprises a été inférieure au taux de  $8,1\%$  enregistré au quatrième trimestre 2013 (cf. graphique 32), elle est demeurée élevée, à  $7,6\%$ , au premier trimestre 2014, pourcentage qui est donc nettement supérieur au taux de croissance de l'émission d'actions. Ce dernier a atteint  $1,2\%$ , contre  $0,7\%$  au quatrième trimestre 2013 (cf. tableau 8).

Traditionnellement, le marché de la dette des entreprises de la zone euro se concentre sur les grandes entreprises bien notées d'un nombre relativement limité de pays. Les données mensuelles sur l'émission nette de titres de créance, disponibles jusqu'en mars 2014, confirment ce profil, si bien que les PME n'ont qu'indirectement bénéficié de la vigueur de l'émission de titres de dette par les entreprises. De plus, l'émission de titres de créance par les sociétés non financières a, depuis 2007, tendance à privilégier des instruments assortis d'échéances plus longues. Cette évolution s'est poursuivie en mars 2014, la part des titres de créance à long terme émis par les sociétés non financières grim pant à  $92\%$  (contre  $84\%$  en 2007).

**Tableau 8 Financement des sociétés non financières**

(variations en pourcentage ; données de fin de trimestre)

	Taux de croissance annuels				
	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1
<b>Prêts des IFM d'une durée</b>	- 2,5	- 3,4	- 3,6	- 3,0	- 3,0
≤ 1 an	1,5	- 2,1	- 3,1	- 4,0	- 4,9
> 1 an et ≤ 5 ans	- 6,3	- 6,2	- 5,6	- 5,7	- 4,7
> 5 ans	- 2,9	- 3,0	- 3,2	- 1,7	- 1,7
<b>Titres de créance émis</b>	13,1	10,3	10,2	8,2	7,6
court terme	7,9	- 9,3	0,6	- 8,7	- 8,6
long terme, dont : <sup>1)</sup>	13,7	12,6	11,2	9,7	9,2
taux fixe	15,1	13,7	11,3	9,5	8,8
taux variable	- 0,2	4,9	11,1	11,1	12,9
<b>Actions cotées émises</b>	0,1	0,4	0,3	0,7	1,2
<b>Pour mémoire <sup>2)</sup></b>					
Financement total	1,2	0,7	0,7	0,7	-
Prêts aux sociétés non financières	0,2	- 0,7	- 1,3	- 1,1	-
Provisions techniques d'assurance <sup>3)</sup>	1,2	1,1	1,0	1,0	-

Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE

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

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

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

3) Comprend les provisions de fonds de pension.

Au premier trimestre 2014, le recul le plus marqué des prêts des IFM aux sociétés non financières a été observé pour ceux dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an. Cependant, le rythme de contraction s'est ralenti, tout en restant relativement soutenu, dans le cas des prêts dont la période de fixation initiale du taux est comprise entre un et cinq ans, alors qu'il est demeuré stable pour les prêts dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans (cf. tableau 8).

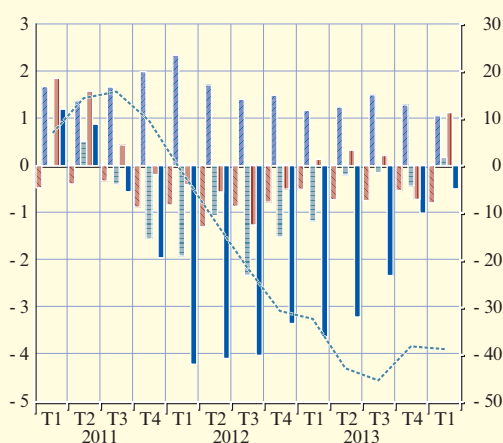
L'enquête d'avril 2014 sur la distribution du crédit bancaire portant sur le premier trimestre 2014 a montré que la demande nette de prêts des sociétés non financières (à savoir l'écart entre la somme des pourcentages des banques indiquant une hausse de la demande et la somme des pourcentages des banques faisant état d'un repli de la demande) est redevenue positive, et ce pour l'ensemble des catégories de prêts. La demande nette de prêts par les entreprises est passée à 2 % au premier trimestre 2014, contre - 11 % au trimestre précédent, devenant positive pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2011, et atteignant un niveau supérieur à sa moyenne historique. Ce sont surtout les stocks et les fonds de roulement, ainsi que la restructuration de la dette, qui ont contribué à la demande de prêts par les entreprises au premier trimestre 2014. La FBCF a continué de peser sur la demande de prêts, quoique dans une moindre mesure que lors du trimestre précédent. En raison de l'accumulation d'importants volants de liquidité, le financement interne a apporté une contribution plus négative à la demande de prêts au premier trimestre 2014 qu'au trimestre précédent (cf. graphique 33).

L'écart de financement des sociétés non financières, c'est-à-dire la différence entre les ressources internes (épargne brute) et leur FBCF rapportée à la valeur ajoutée brute qu'elles ont générée, est resté positif et a augmenté pour s'établir à 0,9 % au dernier trimestre 2013, contre 0,7 % au trimestre précédent (cf. graphique 34). Cette progression résulte à la fois d'une légère hausse

### Graphique 33 Croissance des prêts et facteurs contribuant à la demande de prêts des sociétés non financières

(variations annuelles en pourcentage ; en pourcentage net)

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



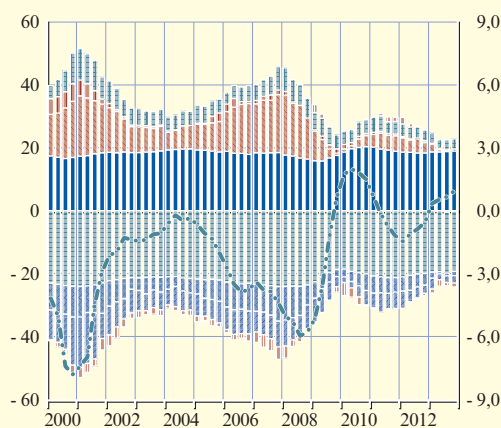
Source : BCE

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

### Graphique 34 Épargne, financement et investissement des sociétés non financières

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

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



Source : Comptes de la zone euro

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

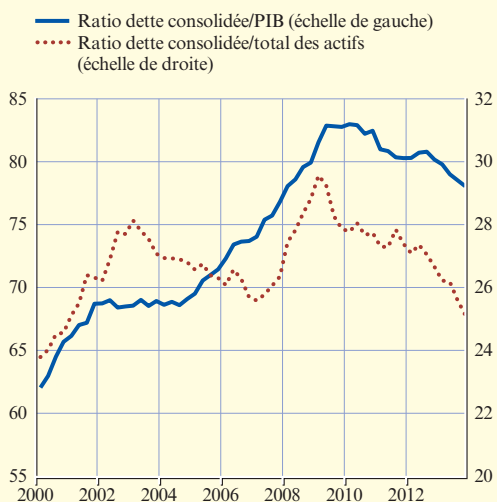
des fonds générés en interne et d'un faible fléchissement de la FBCF. Sur le plan financier, les sociétés non financières ont encore accru considérablement leurs avoirs en dépôt par rapport au troisième trimestre 2013.

#### SITUATION FINANCIÈRE

Sur la base de données provenant des comptes intégrés de la zone euro, l'endettement du secteur des sociétés non financières a quelque peu diminué au quatrième trimestre 2013. Le taux d'endettement rapporté au PIB a poursuivi son repli, de 78,5 % au troisième trimestre 2013 à 78 % au dernier trimestre de la même année. Le rythme d'ajustement du bilan des sociétés non financières après les sommets enregistrés au plus fort de la crise financière est resté relativement lent, sous l'effet notamment de la faiblesse persistante de la reprise économique. Au cours de la même période, le taux d'endettement rapporté au total des actifs s'est, lui aussi, légèrement tassé, de 25,6 % à 25,1 % (cf. graphique 35). La soutenabilité de la dette des sociétés non financières a continué de s'améliorer au quatrième trimestre 2013. Les charges brutes d'intérêts – rapportées à l'excédent brut d'exploitation – sont retombées de 12,1 % au troisième trimestre 2013 à 11,7 %. En termes nets, les charges d'intérêts des sociétés non financières sont revenues à 4,6 % au dernier trimestre 2013, soit un niveau qui est inférieur de 0,2 point de pourcentage à celui relevé au trimestre précédent et qui est moitié moindre que le pic observé au dernier trimestre 2008, où elles atteignaient 9,2 % (cf. graphique 36).

**Graphique 35 Ratios d'endettement des sociétés non financières**

(en pourcentage)

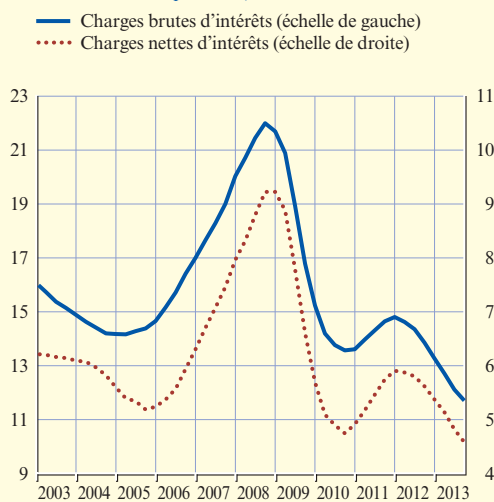


Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE

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

**Graphique 36 Charges d'intérêts des sociétés non financières**

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



Source : BCE

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

## 2.7 FINANCEMENT ET SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES

*Au premier trimestre 2014, les conditions de financement des ménages de la zone euro se sont caractérisées par la stabilité des taux débiteurs bancaires, sur fond de persistance d'une hétérogénéité considérable entre les pays et entre les instruments. La poursuite de l'évolution atone des emprunts des ménages résulte d'une combinaison de plusieurs facteurs, dont la morne dynamique du revenu disponible des ménages, des niveaux élevés de chômage, la faiblesse des marchés de l'immobilier résidentiel, ainsi que l'incertitude entourant les perspectives économiques. Des estimations relatives au premier trimestre 2014 suggèrent que le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts consentis aux ménages est resté en territoire négatif durant ce trimestre. Le taux d'endettement des ménages par rapport à leur revenu disponible brut se serait légèrement réduit au premier trimestre 2014.*

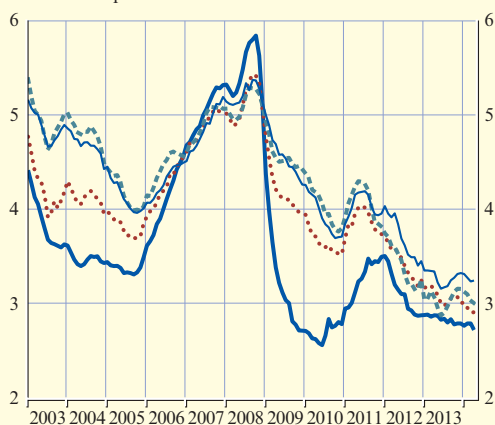
### CONDITIONS DE FINANCEMENT

Les coûts de financement des ménages de la zone euro sont restés globalement inchangés au premier trimestre 2014 et ont continué de varier en fonction de la catégorie et de la durée des prêts, ainsi que du pays d'origine. S'agissant des différentes composantes, les dernières données disponibles indiquent que les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement se sont légèrement contractés en avril 2014. En ce qui concerne la ventilation des coûts du financement hypothécaire par échéance, les taux d'intérêt des prêts à court terme (c'est-à-dire les prêts assortis d'un taux flottant ou d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an) sont restés inchangés, alors que les taux appliqués aux prêts tant à moyen terme (c'est-à-dire les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux comprise entre un et cinq ans) qu'à long terme (les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux comprise entre cinq et dix ans et supérieure à dix ans) ont baissé de 10 points de base par rapport aux niveaux enregistrés au quatrième trimestre (cf. graphique 37). En avril 2014, les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement à court terme ont diminué de 10 points de base par rapport au mois de mars. Pour ce qui est des nouveaux crédits à la consommation, les taux d'intérêt appliqués aux prêts tant à court terme (c'est-à-dire les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an) qu'à long terme (les prêts

**Graphique 37 Taux d'intérêt des IFM sur les prêts au logement consentis aux ménages**

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

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

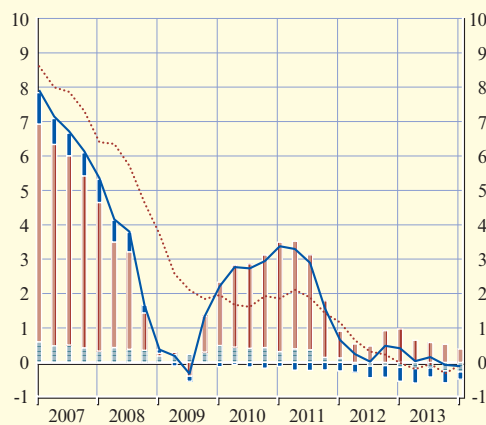


Source : BCE

**Graphique 38 Total des prêts accordés aux ménages**

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

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



Source : BCE

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

assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans) ont légèrement augmenté au premier trimestre 2014. En revanche, les taux appliqués aux prêts à moyen terme (c'est-à-dire les prêts dont la période de fixation initiale du taux est comprise entre un et cinq ans) se sont faiblement contractés au premier trimestre. Les dernières données disponibles indiquent que les taux d'intérêt appliqués aux crédits à la consommation à court terme ont légèrement baissé en avril 2014 par rapport au mois de mars.

Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire d'avril 2014, les banques de la zone euro ont fait état, au premier trimestre 2014, d'un assouplissement net des critères d'octroi de crédit appliqués aux prêts au logement pour les ménages (-5 %, contre 0 % au trimestre précédent). Des pressions concurrentielles ont contribué à l'assouplissement net des critères d'octroi de crédit, tandis que la perception du risque par les banques a très légèrement resserré les conditions en termes nets.

Quant aux crédits à la consommation et aux autres prêts aux ménages, les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire d'avril 2014 suggèrent que les critères d'octroi de crédit ont été légèrement assouplis en termes nets au premier trimestre 2014 (-2 %, contre un durcissement net de 2 % au trimestre précédent). L'assouplissement net des critères d'octroi de crédit enregistré dans ce secteur du marché du crédit est imputable à la concurrence et au recul de la perception du risque par les banques. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le premier trimestre 2014* du *Bulletin mensuel* de mai 2014.

## FLUX DE FINANCEMENT

Au quatrième trimestre 2013 (le trimestre le plus récent pour lequel des données provenant des comptes de la zone euro sont disponibles), le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts consentis aux ménages a atteint un plancher historique. Le taux de croissance annuel négatif enregistré durant ce trimestre (-0,3 %, contre 0 % au trimestre précédent) est imputable à une légère contraction de l'ensemble des prêts consentis par les IFM (qui ont affiché un taux de croissance annuel de -0,1 %, contre 0,1 % au trimestre précédent), ainsi qu'à un nouveau recul des prêts octroyés par les non-IFM, dont le taux de croissance annuel est revenu de -1,1 % au troisième trimestre 2013 à -1,7 % au quatrième. Les prêts octroyés par les non-IFM prennent normalement en compte les cessions de prêts et l'activité de titrisation, qui entraînent une réallocation des prêts aux ménages entre les IFM et les intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (c'est-à-dire le secteur des AIF). Des estimations afférentes au premier trimestre 2014

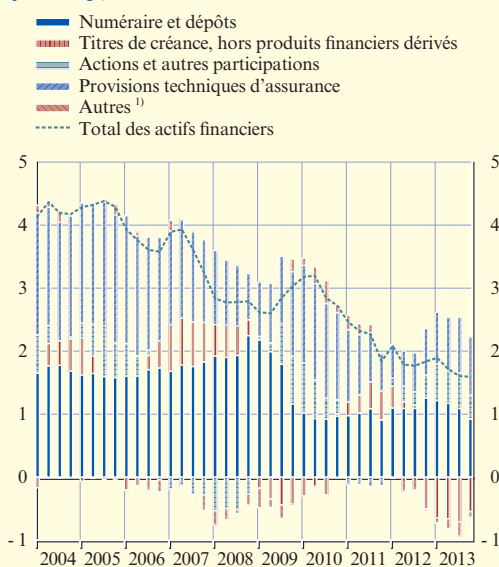
donnent à penser que le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts consentis aux ménages est resté en territoire négatif durant ce trimestre (cf. graphique 38).

En ce qui concerne les prêts consentis par les IFM, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est établi à -0,1 % au premier trimestre 2014 (soit un niveau inchangé par rapport au trimestre précédent). Plus particulièrement, ce taux de croissance annuel est ressorti à 0 % en avril, contre -0,1 % en mars. Lorsque l'on ventile les prêts des IFM par objet, l'on constate que le taux de croissance annuel des prêts au logement consentis par les IFM a baissé marginalement, revenant de 0,7 % au quatrième trimestre 2013 à 0,6 % au premier trimestre 2014. Ce taux de croissance s'est établi à 0,7 % en avril 2014, contre 0,6 % en mars, et les dernières données disponibles indiquent que le flux de prêts au logement a augmenté par rapport au mois précédent. Les crédits à la consommation ont continué de se contracter au premier trimestre 2014, bien qu'à un rythme plus lent, le taux de croissance annuel s'établissant à -1,9 %, contre -3,0 % au quatrième trimestre 2013. Le taux de croissance annuel des crédits à la consommation est resté négatif en avril 2014. Les données relatives aux opérations montrent que le flux trimestriel de crédits à la consommation est resté en territoire négatif au premier trimestre 2014 et qu'il est devenu légèrement positif en avril 2014. De même, le taux de croissance annuel des autres prêts, comprenant les prêts octroyés aux entreprises sans personnalité juridique, a poursuivi son repli, revenant de -1,6 % au quatrième trimestre 2013 à -1,9 % au premier trimestre 2014, avant de remonter à -1,7 % en avril 2014 contre -1,9 % en mars. Le flux trimestriel de ces autres prêts est resté négatif au premier trimestre 2014, pour devenir légèrement positif en avril 2014.

En ce qui concerne l'actif du bilan du secteur des ménages de la zone euro, le taux de croissance annuel de l'ensemble de leurs placements financiers est ressorti à 1,6 % au quatrième trimestre 2013, soit un niveau inchangé par rapport au trimestre précédent (cf. graphique 39). Ce mouvement est imputable à la diminution des contributions des placements en actions et autres participations, qui a

Graphique 39 Placements financiers des ménages

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



Sources : BCE et Eurostat

1) Comprend les prêts et les autres comptes à recevoir

été compensée par la contribution moins négative des placements en titres de créance. Par ailleurs, le taux de croissance annuel des placements en monnaie fiduciaire et dépôts est revenu de 3,1 % au troisième trimestre 2013 à 2,6 % au quatrième. En revanche, la contribution des placements dans les réserves techniques d'assurance a légèrement augmenté. Considérée en liaison avec cette accentuation marginale du taux de croissance annuel des réserves techniques d'assurance, la baisse du taux de croissance annuel des investissements en actifs plus risqués suggère que l'appétence pour le risque du secteur des ménages a diminué au quatrième trimestre 2013 par rapport au trimestre précédent. Globalement, la nécessité de réduire le levier d'endettement, le niveau élevé du chômage et la faiblesse du cycle conjoncturel (qui entravent la croissance du revenu disponible et contraignent les ménages à puiser dans leur épargne) sont les principaux facteurs à l'origine du ralentissement prolongé de l'accumulation d'actifs financiers par les ménages observé depuis mi-2010.

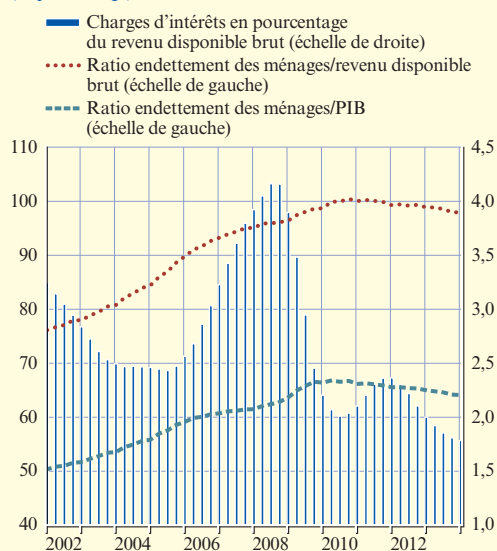
### SITUATION FINANCIÈRE

L'endettement des ménages demeure à un niveau élevé dans la zone euro, bien qu'il ait continué de se réduire progressivement. En particulier, le ratio d'endettement des ménages rapporté à leur revenu disponible brut nominal est revenu de 98,5 % au troisième trimestre 2013 à 98 % au quatrième. Le ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB a lui aussi légèrement fléchi, de 64,6 % au troisième trimestre à 64,2 % au quatrième. Les charges d'intérêts du secteur des ménages ont également poursuivi leur repli, ressortant à 1,8 % de leur revenu disponible global, soit la valeur la plus basse jamais enregistrée.

Des estimations afférentes au premier trimestre 2014 indiquent que l'endettement des ménages a légèrement diminué (cf. graphique 40), atteignant un niveau observé pour la dernière fois à la mi-2009. De même, les charges d'intérêts du secteur des ménages auraient continué de se réduire, quoique marginalement, au premier trimestre 2014.

**Graphique 40 Endettement des ménages et charges d'intérêts**

(en pourcentage)



Sources : BCE et Eurostat

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

## 3 PRIX ET COÛTS

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,5 % en mai 2014, après 0,7 % en avril. Ce taux est plus faible que prévu. La baisse de l'inflation reflète le fléchissement des taux de variation annuels des composantes services, produits alimentaires et produits manufacturés hors énergie, qui n'a été que partiellement contrebalancé par une augmentation de celui de la composante énergie en raison d'un effet de base haussier. D'après les informations disponibles, la hausse annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de repartir à la hausse, graduellement toutefois, en 2015 et en 2016. Dans le même temps, ces anticipations à moyen et long terme pour la zone euro restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif de la BCE de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,7 % en 2014, de 1,1 % en 2015 et de 1,4 % en 2016. Au quatrième trimestre 2016, la hausse annuelle de l'IPCH devrait s'établir à 1,5 %. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2014 réalisées par les services de la BCE, les projections d'inflation pour 2014, 2015 et 2016 ont été révisées à la baisse et reposent sur un certain nombre d'hypothèses techniques relatives, notamment, aux taux de change et aux cours du pétrole, et l'incertitude les entourant s'accroît avec l'allongement de l'horizon de projection.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont considérés comme limités, tant à la hausse qu'à la baisse, et globalement équilibrés à moyen terme.

### 3.1 PRIX À LA CONSOMMATION

Après avoir fortement diminué de fin 2011 à octobre 2013, l'IPCH a fluctué autour de très faibles niveaux, inférieurs à 1 %, depuis lors. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation s'est établie à 0,5 % en mai 2014, après 0,7 % en avril. Cette baisse reflète le fléchissement des taux de variation annuels des composantes services, produits alimentaires et produits manufacturés hors énergie, qui n'a été que partiellement contrebalancé par une augmentation du taux de la composante énergie en raison d'un effet de base haussier (cf. tableau 9).

Le niveau peu élevé de l'inflation (dans certains cas plus faible que prévu) observé dans la zone euro depuis octobre 2013 résulte d'une série de facteurs, en particulier les contributions négatives de

**Tableau 9 Évolution des prix**

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

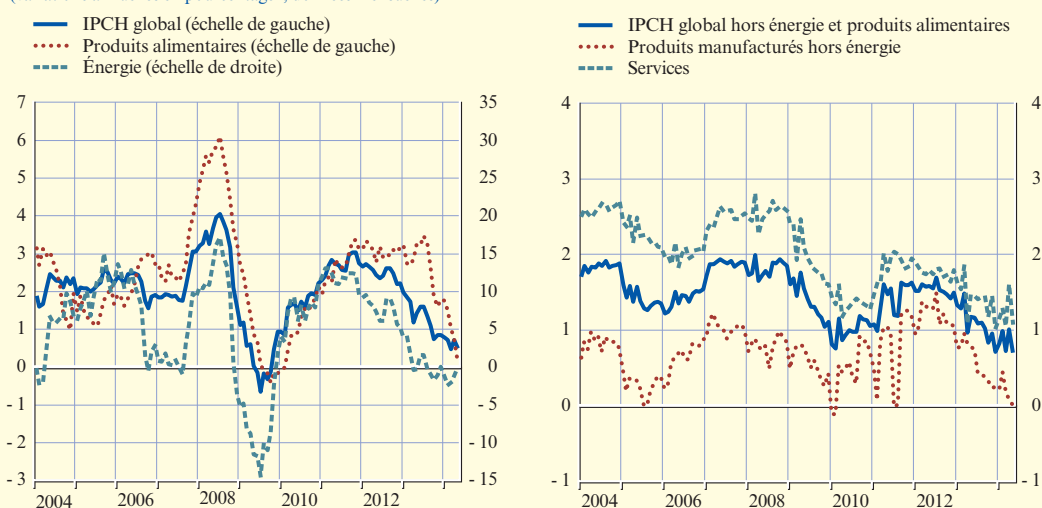
Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE à partir des données de Thomson Reuters.

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



Graphique 41 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat.

la composante énergie et des contributions plus faibles de la composante produits alimentaires, qui ont été amplifiés par l'appréciation du taux de change de l'euro. En outre, les faibles tensions sur les prix de la zone euro reflètent partiellement le degré élevé de sous-utilisation des capacités dans l'économie. L'inflation globale est également restée modérée en raison de facteurs locaux liés à la crise de la dette souveraine et à un ajustement des prix relatifs dans des pays en proie à des difficultés financières. De plus, les effets de base liés aux prix de l'énergie ont contribué à une certaine volatilité des évolutions mensuelles de l'inflation. En janvier et février, ces effets de base ont exercé une influence baissière cumulée estimée de 0,2 point de pourcentage environ sur la hausse annuelle de l'IPCH, alors qu'en avril et mai, leur incidence a été positive, majorant l'inflation annuelle de 0,3 point de pourcentage selon les estimations.

S'agissant des principales composantes de l'IPCH, les prix de l'énergie ont, dans l'ensemble, contribué négativement à la hausse de l'IPCH depuis octobre 2013, reflétant principalement une baisse des cours du pétrole en euros.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse des prix de la composante produits alimentaires (transformés et non transformés) a poursuivi sa forte décélération, revenant de 2,0 % environ en octobre 2013 à 0,1 % en mai 2014. Aucune information officielle n'est encore disponible pour mai s'agissant de la ventilation de la composante produits alimentaires. Le repli des prix des produits alimentaires s'explique principalement par la clémence de l'hiver cette année, par rapport aux conditions météorologiques plus défavorables de l'année dernière, qui a entraîné une baisse du taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés (de 1,4 % en octobre 2013 à -0,7 % en avril 2014). La baisse a concerné l'ensemble de la composante produits alimentaires non transformés, même si les conditions météorologiques semblent avoir exercé une incidence particulièrement forte sur les prix des fruits et légumes. En avril 2014, le taux de variation annuel des prix des fruits et légumes est ressorti à -1,0 % et -4,0 % respectivement, contre 2,6 % et -0,8 % en octobre 2013. La hausse des prix des produits alimentaires transformés s'est ralentie à un rythme plus modéré, revenant de 2,2 % en octobre 2013 à 1,6 % en avril 2014. Les principales contributions à ces baisses de prix plus limitées proviennent des postes pain et céréales ainsi que huile et matières grasses.

Si l'on exclut les composantes volatiles que sont les produits alimentaires et l'énergie, le taux de variation annuel de l'IPCH est également resté faible depuis octobre 2013, oscillant entre 0,7 % et 1,0 %. Selon l'estimation rapide d'Eurostat pour mai 2014, ce taux est ressorti à 0,7 %, après 1,0 % en avril. La moyenne de longue période de cet indicateur, depuis la création de l'euro en 1999, s'établit à 1,5 %.

Les deux composantes du panier de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, les produits manufacturés hors énergie et les services, ont enregistré récemment des taux d'inflation relativement faibles. La progression annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie est demeurée globalement stable à des niveaux très bas depuis le dernier trimestre 2013 et reflète toujours la faiblesse de la demande des consommateurs, des évolutions salariales globalement modestes, ainsi que l'effet modérateur des prix des biens importés (conjugué à l'appréciation antérieure de l'euro et à la faiblesse de l'inflation au niveau mondial).

La hausse annuelle des prix des services, qui représente la composante la plus importante de l'IPCH, est demeurée à un bas niveau, essentiellement en raison d'une demande intérieure atone. Cette composante a affiché une forte volatilité mensuelle au cours des derniers mois, en partie en raison du calendrier des fêtes de Pâques cette année. Ce calendrier explique probablement la variation annuelle plus faible des prix des services liés aux voyages (tels que les voyages organisés, le transport aérien et l'hébergement en hôtel) en mars 2014, ainsi que le redressement de ces prix en avril.

Les faibles tensions inflationnistes sous-jacentes reflètent également une incidence modeste des mesures relevant de la fiscalité indirecte. Premièrement, dans un certain nombre d'États membres, les mesures mises en œuvre en liaison avec la nécessité de procéder à un assainissement budgétaire au cours des années précédentes n'entrent plus dans le calcul du taux annuel. Deuxièmement, dans certains pays, la répercussion des récentes hausses de la fiscalité indirecte, dans un contexte de faible demande, a été moins importante que prévu.

L'encadré 4 traite du ralentissement sensible des taux d'inflation depuis fin 2011 dans la zone euro. Il montre qu'elle s'explique dans une large mesure par l'influence de facteurs extérieurs, tels que les évolutions modérées des prix des matières premières et l'appréciation du taux de change. Au-delà des influences extérieures, la tendance désinflationniste reflète également la faible demande intérieure de la zone euro, en particulier dans les pays soumis à des pressions résultant d'ajustements macroéconomiques.

#### Encadré 4

##### LE RÔLE DES FACTEURS MONDIAUX DANS LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE L'INFLATION DANS LA ZONE EURO

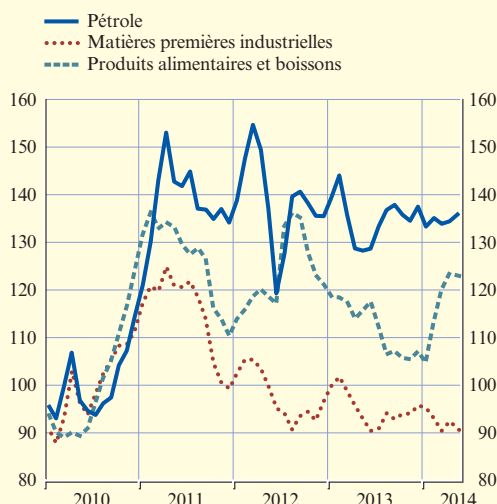
L'inflation s'est ralentie de plus de 2 points de pourcentage dans la zone euro depuis son dernier pic, en octobre 2011, pour s'établir à 0,5 % en mai 2014. Ce recul s'est produit dans un environnement d'activité économique mondiale modérée et d'évolutions des cours des matières premières relativement atones, les effets désinflationnistes qui en ont résulté sur les évolutions des prix dans la zone euro étant exacerbés par l'appréciation nominale de l'euro. Dans ce contexte, cet encadré examine les évolutions récentes des déterminants mondiaux de l'inflation, ainsi que leur incidence potentielle sur le taux d'inflation dans la zone euro.

##### Évolutions récentes des déterminants mondiaux de l'inflation dans la zone euro

L'incidence désinflationniste de l'environnement externe sur les évolutions des prix dans la zone euro au cours des deux dernières années reflète différents facteurs. Les cours du pétrole et des matières premières

**Graphique A Cours du pétrole et des autres matières premières**

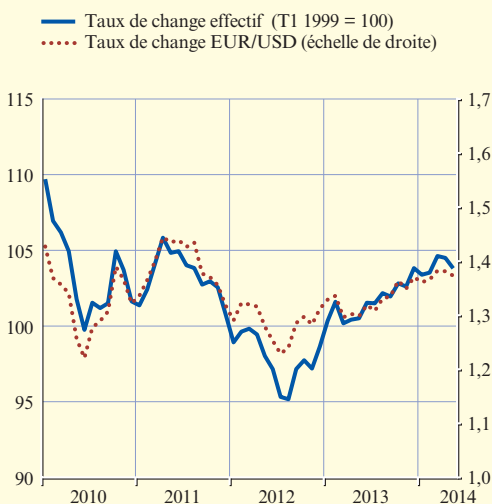
(données mensuelles ; en dollars ; indice : 2010 = 100)



Sources : DataStream et HWWI.  
Note : La dernière observation se rapporte à mai 2014.

**Graphique B Taux de change nominal de l'euro**

(données mensuelles)



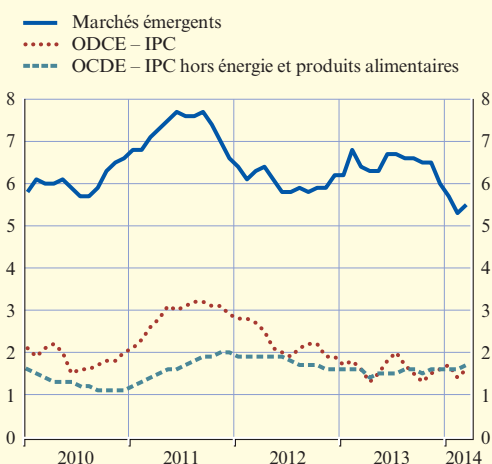
Source : BCE et Bloomberg.  
Notes : La dernière observation se rapporte à mai 2014. Le taux de change effectif est calculé vis-à-vis de 19 partenaires commerciaux.

alimentaires exprimés en dollars ont été relativement stables dans l'ensemble après s'être inscrits en forte hausse au cours des années précédentes, tandis que les prix des matières premières industrielles ont reculé depuis fin 2011 (cf. graphique A). La résorption des tensions à la hausse sur l'inflation résultant de ces facteurs a été accentuée par une appréciation nominale de l'euro depuis mi-2012, par rapport au dollar et, en termes effectifs, vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux (cf. graphique B). En outre, l'inflation s'est ralentie dans les économies tant émergentes qu'avancées depuis fin 2011 (cf. graphique C). Si le ralentissement observé dans les différentes économies est associé pour une grande part à l'incidence baissière sur les taux d'inflation de la relative stabilité des cours des matières premières, les tensions plus faibles qui s'exercent sur les prix au niveau mondial reflètent également l'existence de capacités productives inutilisées dans plusieurs régions du monde<sup>1</sup>. Cette situation est susceptible d'avoir entraîné des pressions à la baisse sur les prix des biens intermédiaires et des produits finaux importés dans la zone euro, allant au-delà de celles résultant des évolutions des cours des matières premières et des taux de change.

L'influence cumulée de différents facteurs extérieurs se reflète, dans une large mesure,

**Graphique C Taux d'inflation mondiaux**

(données mensuelles ; variations annuelles en pourcentage)



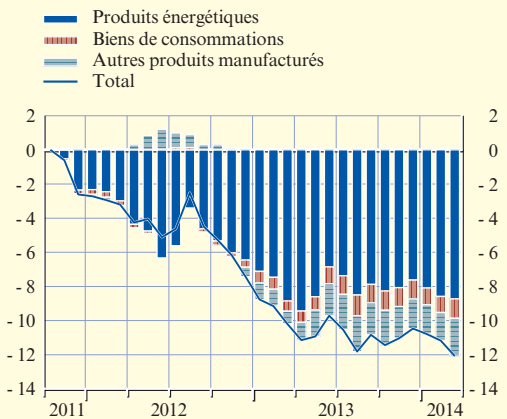
Sources : OCDE, FMI-IFS et Haver Analytics.  
Notes : La dernière observation se rapporte à mai 2014. La série relative aux marchés émergents est une moyenne pondérée par le PIB de 23 grandes économies de marché émergentes.

<sup>1</sup> Pour une analyse des évolutions de l'inflation mondiale, cf. l'encadré intitulé *Les déterminants de l'évolution récente de l'inflation au niveau mondial* du *Bulletin mensuel* de février 2014.

dans les évolutions des prix à l'importation (exprimés en euros) des biens manufacturés (cf. graphique D). Le taux de croissance annuel des prix des importations provenant de pays n'appartenant pas à la zone euro a fortement reculé depuis octobre 2011, à hauteur de quelque 12 points de pourcentage. Cette évolution s'explique essentiellement par la composante énergie (qui représente environ 70 % de la baisse), mais récemment en particulier, également par d'autres composantes. Par exemple, le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens de consommation a diminué d'environ 5 points de pourcentage entre octobre 2011 et mars 2014 et, compte tenu du poids de cette composante dans le total des importations de biens manufacturés (environ un quart), elle a apporté une contribution notable au récent ralentissement de la hausse des prix des importations.

**Graphique D Contributions à la baisse des prix des importations de biens manufacturés depuis octobre 2011**

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à mars 2014. La couverture des produits provient de la *Statistical Classification of Products by Activity* (CPA) 2008, Sections B, C et D et se rapporte aux importations en provenance de pays situés à l'extérieur de la zone euro.

### Incidence des facteurs extérieurs sur la hausse de l'IPCH dans la zone euro

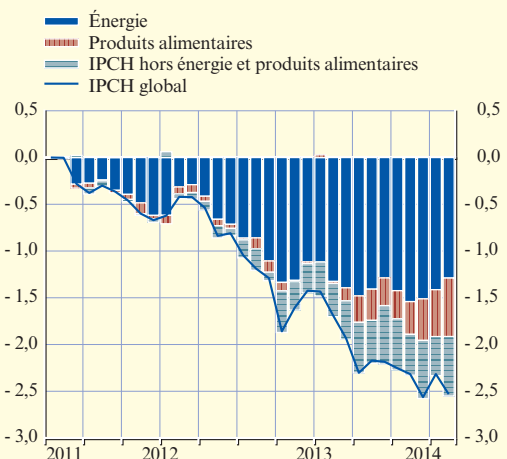
Il est difficile d'évaluer l'importance des facteurs mondiaux dans le ralentissement de la hausse des prix à la consommation dans la zone euro. Premièrement, les divers facteurs peuvent être interdépendants et affecter les variables domestiques par de multiples canaux. Deuxièmement, l'incidence des facteurs mondiaux sur les prix à la consommation dans la zone euro dépend de la façon dont les producteurs et/ou les détaillants ajustent leurs marges selon les variations des coûts.

Dans une certaine mesure, l'importance des facteurs mondiaux peut être évaluée à partir des contributions des différentes composantes de l'IPCH à la hausse globale de cet indice (cf. graphique E), certaines d'entre elles, en particulier l'énergie, étant plus sensibles aux facteurs mondiaux que d'autres. À cet égard, le ralentissement de l'inflation globale observé dans la zone euro depuis fin 2011 résulte en grande partie de la composante énergie de l'IPCH (50 % environ).

Au sein de la composante énergie, les combustibles liquides ont été particulièrement influencés par les facteurs extérieurs, par le biais des cours du pétrole et du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar. Le graphique F montre que les cours du pétrole brut expliquent pour une large part la baisse du taux de croissance annuel des prix des combustibles liquides,

**Graphique E Contributions à la baisse de l'IPCH global depuis octobre 2011**

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à mai 2014.

reflétant le passage d'une contribution fortement positive fin 2011 à une contribution négligeable pour les valeurs les plus récentes, les cours du pétrole brut étant demeurés assez stables dernièrement. Des effets désinflationnistes ont également été exercés sur la hausse des prix des carburants par l'appréciation nominale de l'euro vis-à-vis du dollar, par la diminution des coûts et marges de raffinage et de distribution ainsi que par la dissipation de l'incidence des modifications de la fiscalité <sup>2</sup>.

S'agissant de la composante produits alimentaires de l'IPCH, elle explique 25 % du ralentissement de l'inflation observé dans la zone euro depuis octobre 2011. Cette situation reflète aussi l'incidence baissière de facteurs extérieurs, tels que les cours mondiaux des matières premières, notamment du poste produits alimentaires transformés de l'IPCH <sup>3</sup>. Toutefois, la trajectoire nettement orientée vers une décélération de la hausse des prix des produits alimentaires au cours des derniers mois reflète plutôt la correction des hausses de prix liées aux conditions météorologiques enregistrées pour les produits alimentaires non transformés en 2013.

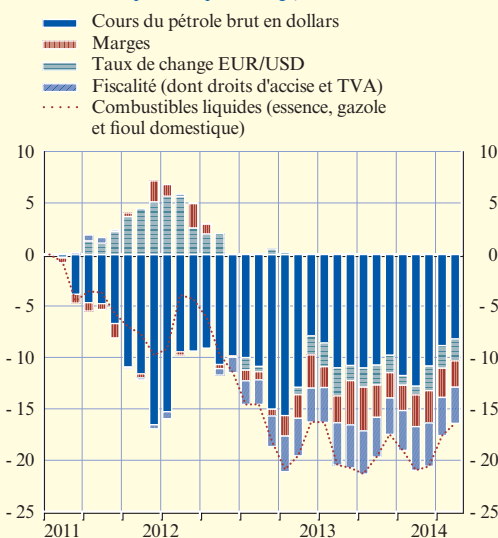
Alors que le ralentissement de l'inflation enregistré au cours des deux dernières années résulte principalement des évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires, la période la plus récente se caractérise également par une contribution significative des services et des biens manufacturés hors énergie. En particulier, ces derniers sont plus sensibles aux facteurs extérieurs, un certain nombre de leurs composantes étant soit directement importées soit produites localement avec un contenu en importations élevé, alors que les services, à quelques exceptions près, tendent à être plus influencés par des facteurs intérieurs tels que les coûts de main-d'œuvre <sup>4</sup>. En outre, les prix intérieurs peuvent également être affectés par des facteurs structurels à l'échelle de l'économie mondiale, tels que ceux liés à l'accroissement de la mobilité des facteurs, à la plus grande intégration des pays à bas coûts au sein des marchés mondiaux, aux gains d'efficacité en termes de coûts associés à la fragmentation des processus de production, et à l'accentuation globale du caractère échangeable et de la substituabilité des biens et des services <sup>5</sup>.

## Conclusion

Le ralentissement de l'inflation observé dans la zone euro depuis fin 2011 résulte largement de l'influence de facteurs extérieurs, tels que les évolutions modérées des cours des matières premières et l'appréciation

**Graphique F Contributions au ralentissement de l'inflation des combustibles liquides depuis octobre 2011**

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



Sources : Bloomberg, Bulletin pétrolier hebdomadaire de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à mai 2014. Les marges incluent les coûts et les marges résultant des processus de raffinage et de distribution.

<sup>2</sup> Pour une analyse plus approfondie de la décomposition, cf. l'encadré intitulé *Évolution des prix à la consommation des produits pétroliers en 2011* du *Bulletin mensuel* de janvier 2012.

<sup>3</sup> Cf. l'encadré intitulé *Les matières premières alimentaires et la politique agricole commune* dans l'article intitulé *Les prix des matières premières et leur rôle dans l'évaluation de la croissance et de l'inflation dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2013.

<sup>4</sup> Cf. l'encadré intitulé *Incidence des prix des services et des produits manufacturés hors énergie sur le recul récent de l'inflation mesurée par l'IPCH* du *Bulletin mensuel* de mars 2014.

<sup>5</sup> Un nombre croissant d'éléments empiriques tendent à indiquer que les fortes interconnexions au sein de l'économie mondiale ont accentué l'incidence des facteurs mondiaux sur l'inflation nationale. Cf. C. Borio et A. Filardo (2007), *Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*, Working Papers n° 227, BRI ; M. Ciccarelli et B. Mojon (2010), *Global inflation*, *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n°3.

de l'euro. Il est important de comprendre la nature du processus de désinflation, car un faible niveau d'inflation qui reflète une baisse des cours des matières premières peut être associé à une incidence positive sur le pouvoir d'achat et la production dans la zone euro, tandis qu'un faible niveau d'inflation résultant d'une appréciation du taux de change, qui renforce le revenu réel disponible à court terme, peut néanmoins avoir un effet négatif sur la compétitivité. Quoi qu'il en soit, au-delà des influences extérieures, la trajectoire désinflationniste observée depuis fin 2011 reflète également la faiblesse de la demande au sein de la zone euro.

### 3.2 PRIX À LA PRODUCTION

Les tensions en amont de la chaîne des prix se sont encore atténuées au cours des quatre premiers mois de 2014 (cf. tableau 9 et graphique 42). La modération des tensions inflationnistes au niveau de la production reflète l'atonie de la demande ainsi que des évolutions contenues des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie. Les mesures, tirées d'enquêtes, des capacités excédentaires dans l'industrie manufacturière de la zone euro ont lentement diminué au cours des derniers trimestres, demeurant néanmoins à un niveau élevé. Les faibles évolutions des prix à la production début 2014 dénotent une réaction légèrement décalée des prix à la réduction des capacités inutilisées, au moins par rapport aux régularités historiques. De plus, les efforts des producteurs de la zone euro pour maintenir leurs parts de marché, dans un contexte d'appréciation de l'euro depuis mi-2012, pourraient avoir ralenti encore l'évolution des prix à la production.

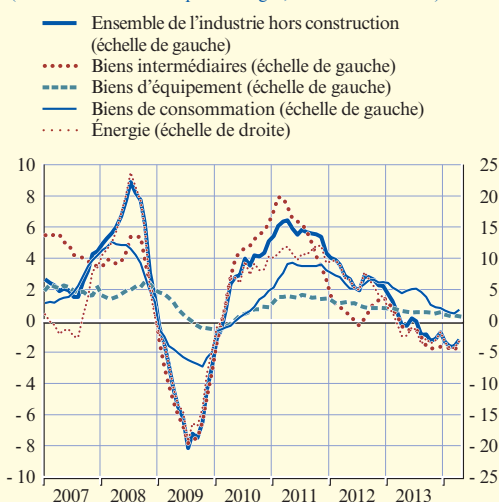
La variation globale des prix à la production (hors construction) a continué d'enregistrer des taux annuels négatifs en 2014, s'établissant à  $-1,2\%$  en avril. Hors construction et énergie, le taux de variation annuel des prix à la production est ressorti à  $-0,3\%$  en avril, globalement inchangé par rapport aux mois précédents.

Les tensions en amont sur la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH ont continué de rester globalement stables à des niveaux modérés. L'indice des prix à la production des biens de consommation non alimentaires s'est inscrit en baisse régulière en 2012 et début 2013, mais il s'est stabilisé à un niveau bas, quoique légèrement positif, depuis avril 2013. La persistance de tensions modérées en amont ressort également des données d'enquêtes récentes. L'indice des directeurs d'achat relatif aux prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits non alimentaires (en moyenne mobile sur trois mois) a fluctué autour de sa moyenne historique entre octobre 2013 et avril 2014, avant de devenir inférieur à la moyenne en mai. Plus en amont de la chaîne des prix, les tensions sont également restées globalement stables à de faibles niveaux, les taux de variation annuels de l'indice des prix à la production du secteur des biens intermédiaires et la variation annuelle des prix des matières premières continuant de fluctuer en territoire négatif et dans des fourchettes relativement étroites.

Les tensions en amont sur la composante produits alimentaires de l'IPCH suivent depuis longtemps une tendance baissière. Quelques signes apparus

Graphique 42 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

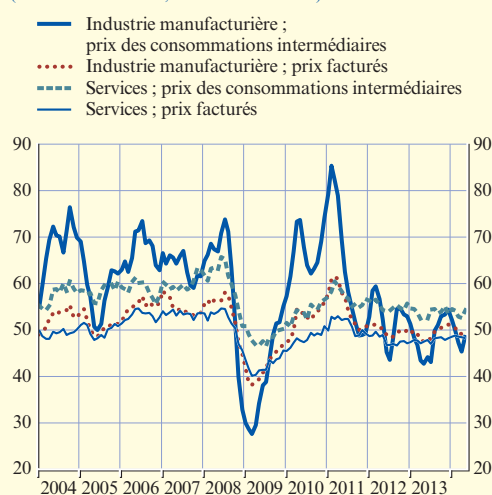


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

récemment laissent toutefois supposer que les tensions ont cessé de diminuer en aval de la chaîne des prix. La hausse annuelle des prix à la production des biens de consommation alimentaires s'est accentuée à 0,7 % en avril 2014, après 0,3 % en mars. De plus, les données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat relative aux prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits alimentaires, qui se sont inscrites en baisse sur l'ensemble de 2014 par rapport à fin 2013, se sont redressées en mai. Plus en amont de la chaîne des prix, le taux de variation annuel des prix agricoles à la production dans l'UE a fléchi en mai, interrompant la tendance haussière observée au cours des premiers mois de 2014, en dépit de laquelle le rythme annuel de variation était resté en territoire négatif. Le taux de variation annuel des cours internationaux des matières premières alimentaires en euros a fléchi en mai, demeurant toutefois positif après 12 mois de taux annuels négatifs jusqu'en mars dernier.

**Graphique 43 Enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production**

(indices de diffusion ; données mensuelles)



Source : Markit.

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

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. En mai, les indices des prix des consommations intermédiaires et des prix de vente issus de l'enquête auprès des directeurs d'achat ont progressé dans le secteur manufacturier. En ce qui concerne le secteur des services, l'indice des prix des consommations intermédiaires a également augmenté, tandis que l'indice des prix à la production a légèrement fléchi. Tous les sous-indices continuent de fluctuer aux alentours du seuil de 50 et en dessous de leur moyenne de long terme (cf. graphique 43). Selon l'enquête de la Commission européenne, les anticipations relatives aux prix de vente pour l'industrie (hors construction) et les secteurs des services ont légèrement progressé en mai pour ressortir à des niveaux inférieurs 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 modéré des tensions d'origine interne sur les prix, évolution conforme à l'atonie du marché du travail dans

**Tableau 10 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	2,0	1,7	1,7	1,7	2,0
Indice des coûts horaires de main-d'œuvre	1,9	1,6	1,7	1,7	1,8	1,5	.
Rémunération par tête	2,6	1,9	3,1	1,6	1,8	1,3	.
<i>Pour mémoire :</i>							
Productivité du travail	0,0	0,4	0,0	0,5	0,6	1,0	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,9	1,2	1,8	1,2	1,2	0,5	.

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

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

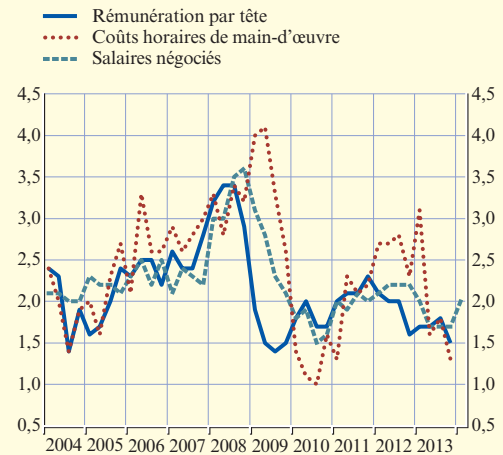
la zone euro (cf. tableau 10 et graphique 44). Au quatrième trimestre 2013, la croissance annuelle des salaires, aussi bien mesurée par la rémunération par tête que par heure travaillée, s'est ralentie au niveau de la zone euro. Le profil d'évolution de la hausse des salaires dans la zone euro continue de masquer d'importantes divergences d'un pays à l'autre.

La rémunération par tête a progressé à un rythme annuel de 1,5 % au quatrième trimestre 2013, contre une hausse de 1,8 % au troisième trimestre. Ce ralentissement a concerné l'ensemble des secteurs, à l'exception des services non marchands (cf. graphique 45). La progression du taux de croissance de la rémunération par tête dans les services non marchands reflète, pour l'essentiel, un revirement par rapport aux mesures temporaires de réduction des salaires prises en 2012 dans le secteur public de certains

pays de la zone euro. Si l'on fait abstraction de cet effet, la croissance de la rémunération par tête est demeurée relativement stable au cours des derniers trimestres et conforme à celle des salaires négociés de la zone euro, qui a enregistré une croissance du même ordre, à 1,7 %, au troisième et au quatrième trimestre 2013. Le rythme annuel de variation des salaires négociés s'est établi à 2,0 % au premier trimestre 2014, évolution qui s'explique dans une large mesure par des facteurs

**Graphique 44 Sélection d'indicateurs de coûts de main-d'œuvre**

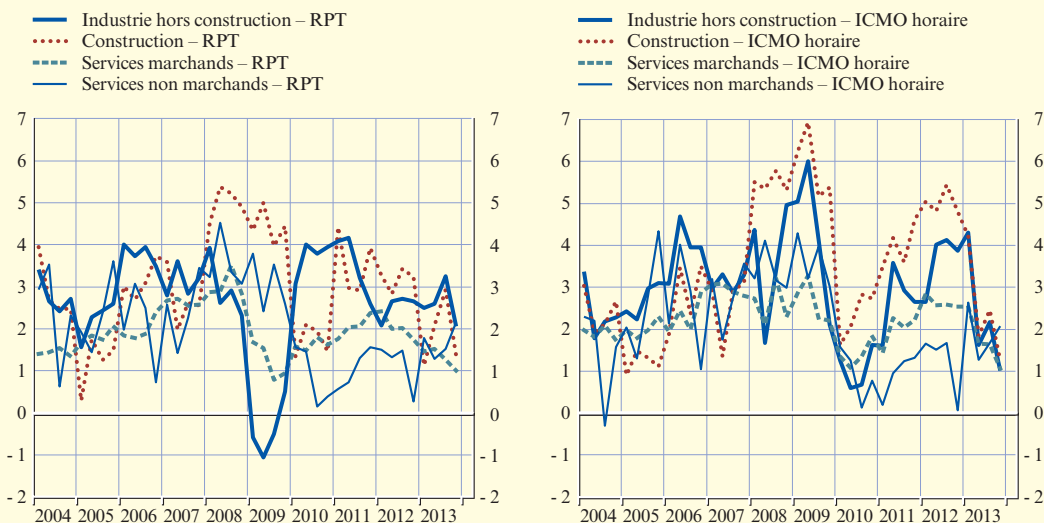
(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



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

**Graphique 45 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 données se rapportent à l'Euro 18. RPT : rémunération par tête ; ICMO : indice du coût de la main-d'œuvre.

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



exceptionnels en Allemagne. La croissance des salaires mesurée par la rémunération par tête s'est ralentie, ressortant à 1,3 % au quatrième trimestre 2013, contre 1,8 % au troisième trimestre.

La poursuite d'une croissance modérée des salaires, combinée à un redressement de la productivité, a entraîné une baisse progressive de la variation annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre en 2013. Au quatrième trimestre, le taux de variation annuel de la productivité du travail s'est établi à 1,0 %, après 0,6 % au trimestre précédent. L'accroissement de la croissance de la productivité, conjuguée à une hausse plus faible de la rémunération par tête, a entraîné un ralentissement de la hausse annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui est ressortie à 0,5 % au quatrième trimestre 2013.

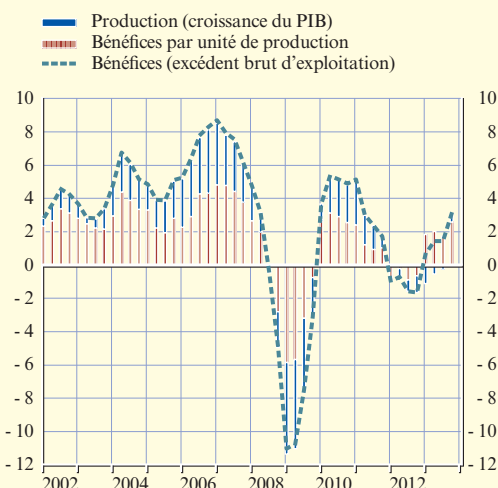
### 3.4 ÉVOLUTION DES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES

La croissance des bénéfices des entreprises (mesurés par l'excédent brut d'exploitation) s'est renforcée en 2013, après une diminution des bénéfices en 2012 (cf. graphique 46). La hausse des bénéfices s'est accentuée pour atteindre 3,1 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2013, après 1,4 % lors des deux trimestres précédents. L'accélération de la progression des bénéfices au cours de l'année reflète un renforcement de la croissance du PIB et, de manière plus importante, une accélération de la croissance des profits par unité de production (effet marge).

En ce qui concerne l'ensemble des principaux secteurs économiques, l'accroissement de la hausse des bénéfices en 2013 résulte d'un renforcement progressif du secteur des services marchands et, plus récemment, d'un fort rebond du secteur industriel. La progression des bénéfices dans le secteur des services marchands est ressortie à 2,4 % au quatrième trimestre 2013 et le niveau des bénéfices a retrouvé un niveau proche du point haut enregistré avant la récession au premier trimestre 2008. La croissance des bénéfices dans le secteur industriel s'est nettement accélérée à 4,8 % au quatrième trimestre 2013, mais compte tenu des évolutions plus modérées et volatiles des trimestres précédents, le niveau des bénéfices n'a pas encore retrouvé son point haut d'avant la récession.

**Graphique 46** Ventilation de la croissance des bénéfices dans la zone euro entre production et bénéfices par unité de production

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)

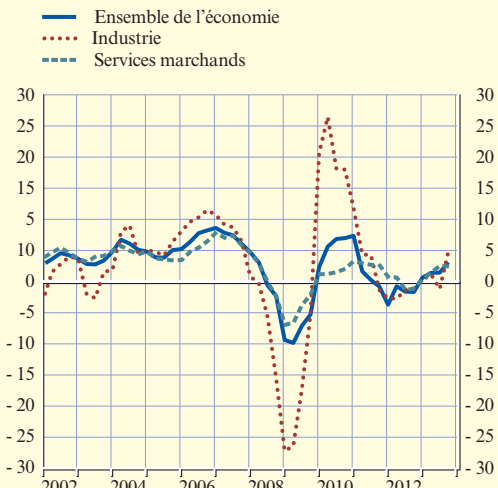


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

**Graphique 47** Évolutions des bénéfices dans la zone euro par principale branche d'activité

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

### 3.5 PRÉVISIONS D'INFLATION

Sur la base des informations disponibles, la hausse annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de repartir à la hausse, graduellement toutefois, en 2015 et en 2016.

Ces perspectives sont conformes à l'analyse selon laquelle le risque de déflation dans la zone euro semble éloigné pour le moment. En particulier, il n'y a pas de signe manifeste d'une baisse durable et généralisée des prix et les anticipations à moyen et long terme restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif de la BCE de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme (cf. encadré 5).

S'agissant des perspectives à court terme pour les principales composantes de l'IPCH, le rythme annuel de variation des prix de l'énergie devrait rester proche de zéro, voire devenir négatif cette année. Cette prévision traduit principalement l'hypothèse d'une baisse des cours du pétrole en euros. Les baisses prévues pour les prix à la consommation du gaz, faisant suite aux baisses enregistrées sur les marchés de gros du gaz ainsi qu'à des réductions à caractère administratif ou fiscal dans plusieurs pays, freineront également la hausse des prix de l'énergie à court terme.

La hausse des prix des produits alimentaires non transformés a été fortement influencée par les récentes conditions météorologiques. Le rythme annuel de variation des prix des produits alimentaires non transformés devrait se ralentir jusqu'au début de l'été avant de s'accélérer de nouveau dans la deuxième partie de l'année, en raison d'effets de base haussiers, pour atteindre des niveaux proches de 2 % au deuxième trimestre de l'année prochaine.

La hausse des prix des produits alimentaires transformés devrait se ralentir au cours des prochains mois, avant de se stabiliser aux environs de 1,3 % dans la deuxième partie de l'année. La tendance baissière initiale reflète la répercussion différée de la baisse des prix agricoles à la production observée dans l'UE depuis mai 2013. La stabilité d'ensemble des perspectives relatives aux produits alimentaires transformés pour l'année prochaine masque des tensions à la baisse faisant suite aux diminutions récentes des prix à la production des produits laitiers, tandis que les prix des céréales et les prix à l'importation du café et du cacao représentent une source de tensions à la hausse.

La hausse des prix des produits manufacturés hors énergie devrait remonter progressivement au cours du second semestre 2014, pour atteindre des niveaux proches de sa moyenne de long terme au deuxième trimestre 2015. Le bas niveau d'inflation de cette composante continue de refléter la faiblesse de la demande des consommateurs et des évolutions salariales globalement modestes, ainsi que l'effet modérateur des prix des biens importés (conjugué à l'appréciation récente de l'euro et à la faiblesse de l'inflation au niveau mondial). L'accélération modérée à partir du second semestre 2014 reflète les améliorations attendues de la consommation privée et de la croissance des salaires.

La hausse des prix des services devrait se maintenir à des niveaux inférieurs à 1,5 % au cours des prochains mois, avant de s'accroître à un rythme modéré au quatrième trimestre 2014. Le niveau légèrement plus élevé prévu dans la deuxième partie de 2014 et au-delà reflète principalement l'amélioration modeste de la demande et une plus forte hausse des salaires dans certains pays.

Les projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,7 % en 2014, de 1,1 % en 2015 et de 1,4 % en 2016. Au dernier trimestre 2016, la hausse annuelle de l'IPCH devrait ressortir à 1,5 %. Par rapport

aux projections macroéconomiques de mars 2014 réalisées par les services de la BCE, les projections d'inflation pour 2014, 2015 et 2016 ont été révisées à la baisse. Ces projections reposent sur un certain nombre d'hypothèses techniques relatives, notamment, aux taux de change et aux cours du pétrole, et l'incertitude qui les entoure s'accroît avec l'allongement de l'horizon de projection (cf. l'article intitulé « *Projections macroéconomiques de juin 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosysteme* »).

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont considérés comme limités, tant à la hausse qu'à la baisse, 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

#### EXISTE-T-IL UN RISQUE DE DÉFLATION ?

La hausse annuelle de l'IPCH global dans la zone euro s'est nettement ralentie ces dernières années, revenant de 3,0 % en novembre 2011 à 0,5 % en mai 2014<sup>1</sup>. Dans un environnement de faible croissance économique et d'atonie de la création de monnaie et de crédit, cette évolution a suscité des débats concernant l'ampleur du risque de déflation dans la zone euro.

Dans ce contexte, il est important de faire la distinction entre les différentes définitions du terme déflation. Adoptant une définition très stricte, certains observateurs parlent de déflation lorsque le taux annuel d'inflation a été négatif pendant une période d'un trimestre. Sur cette base, le FMI a récemment estimé le risque de déflation dans la zone euro à fin 2014 à 20 % environ<sup>2</sup>. Toutefois, de telles estimations sont extrêmement trompeuses, dans la mesure où elles n'opèrent pas de distinction entre la nature des chocs à l'origine de l'inflation et n'examinent pas non plus la persistance de la dynamique des prix.

Dans une perspective plus large et plus significative, il est préférable de prendre en compte la nature des chocs entraînant un recul de l'inflation, le contexte économique dans son ensemble et le comportement des anticipations d'inflation. En effet, des taux d'inflation durablement négatifs sont source d'inquiétude s'ils créent en retour des interactions négatives avec l'économie réelle. Par exemple, une déflation prolongée alourdit le service de la dette, la réaction des banques, des ménages et des entreprises étant alors susceptible de créer des interactions négatives supplémentaires entre l'économie réelle et le niveau des prix<sup>3</sup>.

Pour évaluer le risque de déflation, il est crucial d'identifier la nature et la persistance des principaux facteurs et, notamment, de déterminer dans quelle mesure l'évolution de l'inflation peut être imputable à des facteurs d'offre ou de demande. L'indice global des prix peut devenir négatif pour une courte période dans un contexte de chocs d'offre transitoires, tels que des variations des cours des matières premières ; c'est ce qui s'est produit dans la zone euro et dans certains autres pays en 2009, par exemple. Toutefois, une période d'inflation annuelle négative n'implique pas, en soi, une déflation dans un sens économiquement significatif, à moins que les baisses de prix ne deviennent généralisées et ne finissent par s'ancrent dans les anticipations d'inflation<sup>4</sup>.

1 Selon l'estimation rapide d'Eurostat pour mai 2014.

2 *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2014.

3 Pour de plus amples détails concernant le canal de la déflation par la dette, cf. l'encadré intitulé *Financial stability challenges posed by very low rates of consumer price inflation* de la *Financial Stability Review* de la BCE, mai 2014.

4 Une définition similaire de la déflation a été présentée dans *The Monetary Policy of the ECB*, BCE, 2011.

Par exemple, si les anticipations d'inflation à long terme demeurent stables, les mouvements des cours des matières premières n'auront qu'un effet transitoire sur l'inflation. En outre, il est essentiel de distinguer l'incidence des chocs d'offre résultant de réformes structurelles, qui peuvent avoir des implications pour l'évolution de l'inflation à l'horizon pertinent pour la politique monétaire<sup>5</sup>. Si les réformes structurelles risquent dans un premier temps d'entraîner des pressions à la baisse sur le taux d'inflation, reflétant également des améliorations du côté de l'offre dans l'économie, on peut s'attendre à voir l'inflation se redresser progressivement, à mesure que la demande agrégée s'améliore.

Les critères empiriques distinguant une véritable déflation d'une simple atonie de l'évolution des prix, de nature moins pernicieuse, incluent :

- un taux annuel de variation des prix à la consommation négatif sur une période prolongée ;
- un taux de variation des prix négatif pour un nombre important de postes du panier de biens et services ;
- une perte d'ancrage des anticipations d'inflation à long terme qui s'établissent à un niveau inférieur à ceux compatibles avec la définition de la stabilité des prix retenue par la banque centrale ;
- un taux de croissance du PIB durablement très faible ou négatif et/ou un taux de chômage élevé ou en hausse.

Dans le cas de la zone euro, il convient de ne pas confondre des ajustements des prix relatifs avec des variations globales du niveau des prix : parler de déflation fait sens si la baisse prolongée et généralisée du niveau des prix concerne l'ensemble des pays. Il n'existe pas de véritable risque déflationniste tant que l'évolution de l'IPCH dans la zone euro est en ligne avec la stabilité des prix. Des taux d'inflation négatifs dans différents pays peuvent, parfois, être compatibles avec le fonctionnement normal d'une union monétaire, dans la mesure où ils contribuent à rétablir la compétitivité, c'est-à-dire qu'ils peuvent indiquer des ajustements des prix relatifs résultant de facteurs d'offre.

### Épisodes historiques de déflation

Adopter une perspective historique permet de conforter la thèse selon laquelle la déflation devrait être définie comme une baisse généralisée et prolongée du niveau des prix qui s'ancre dans les anticipations d'inflation, renforçant ainsi les tendances négatives des prix.

Depuis les années cinquante, certaines économies avancées ont connu des périodes d'inflation annuelle négative, notamment le Canada, Hong-Kong, Israël, le Japon, la Norvège, la Suisse et les États-Unis. Toutefois, ces périodes se sont rarement transformées en véritables épisodes de déflation, beaucoup étant de courte durée et exerçant des effets plutôt bénins sur l'économie réelle. En général, les périodes d'inflation négative liées à des facteurs d'offre ont eu tendance à avoir un coût économique moins élevé, voire nul, que celles résultant de la demande.

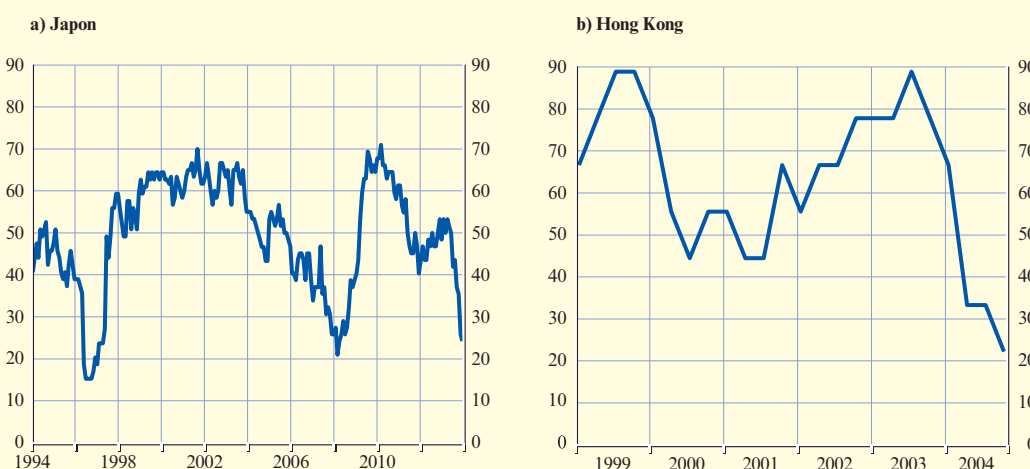
<sup>5</sup> La variation annuelle des prix peut devenir temporairement négative en raison d'évolutions impliquant une réduction des coûts du côté de l'offre. On peut notamment citer comme exemple une forte amélioration de la productivité qui ne s'accompagnerait pas d'une augmentation proportionnelle des salaires, une réduction des barrières tarifaires ou des modifications des termes de l'échange résultant, par exemple, d'une baisse des cours du pétrole. Cf. également l'encadré intitulé *La période actuelle de désinflation dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de mars 2009.

Les périodes d'inflation négative observées aux États-Unis, au Canada et en Norvège de la fin des années quarante au milieu des années cinquante, en Israël en 2003 et en 2004 et en Suisse en 2009 et de fin 2011 à mi-2013 ne peuvent être qualifiées de déflationnistes que dans un sens strictement technique. Le recul des prix a essentiellement concerné une faible part des postes de l'indice des prix et n'a pas exercé d'incidence majeure sur la croissance du PIB ou, lorsque les données sont disponibles, sur les anticipations d'inflation à moyen et à long terme. Si, ces dernières années, la Suisse s'est distinguée par des taux d'inflation durablement négatifs ou nuls, les déterminants à l'origine de ces évolutions des prix résultaient de facteurs extérieurs plutôt que d'une demande intérieure faible. En effet, l'économie suisse a progressé à un rythme soutenu durant cette période.

Il existe très peu de cas récents de véritable déflation dans les économies avancées. Les deux épisodes déflationnistes les plus prononcés observés depuis la fin de la seconde guerre mondiale ont concerné le Japon (1995-2013) et Hong-Kong (1999-2004). Dans les deux cas, la déflation résultait du dégonflement des bulles des prix des actifs. En effet, après des phases d'expansion non soutenables financées par la dette, les baisses des prix des actifs – et les ajustements des bilans du secteur public et du secteur privé qui y sont associés – peuvent constituer une source de déflation persistante plus importante que les chocs d'offre et de demande classiques <sup>6</sup>. Dans les deux cas, la déflation a été généralisée, un grand nombre des composantes des prix sous-jacents pour les biens et les services ayant apporté des contributions constamment négatives (graphique A). Dans le même temps, ces deux épisodes de taux d'inflation durablement négatifs se sont accompagnés d'une stagnation de l'activité économique. De plus, dans le cas du Japon, les anticipations d'inflation à long terme ont souffert d'une certaine perte d'ancrage, mais sont demeurées cependant en territoire positif (cf. graphique B). Il convient de noter que Hong-Kong est une économie ouverte de taille réduite et que le Japon peut constituer un point de référence plus utile pour les autres économies avancées.

**Graphique A** Part des postes de l'indice des prix affichant une variation annuelle des prix négative durant les épisodes déflationnistes au Japon et à Hong-Kong

(en pourcentage du total des éléments)



Sources : Ministère des affaires intérieures et de la communication du Japon et calculs de la BCE.

Notes : L'IPC se décompose en 62 postes. Données mensuelles

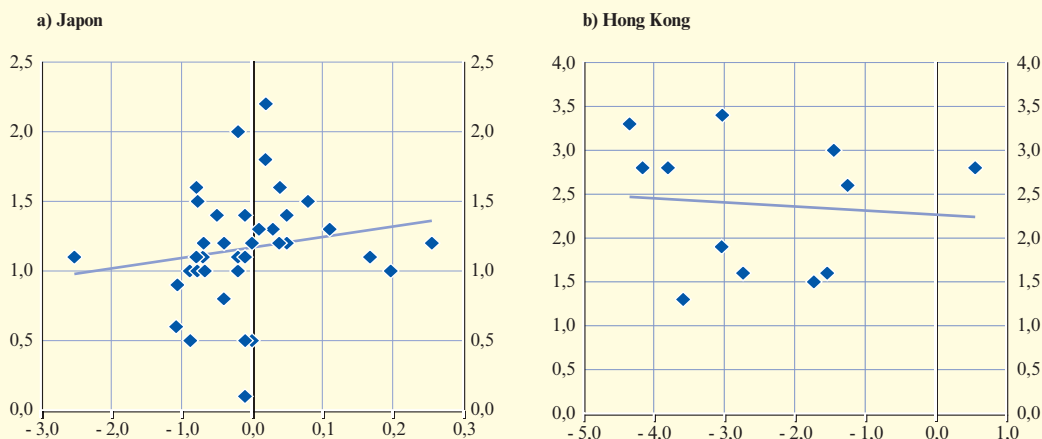
Sources : *Census and Statistics Department* de Hong Kong et calculs de la BCE.

Notes : L'IPC se décompose en 9 postes. Données trimestrielles.

6 Cf. également M. Bordo et A. Filardo, *Deflation in a historical perspective*, Working Papers, 186, BRI, 2005.

## Graphique B Anticipations d'inflation à long terme et inflation effective au Japon et à Hong-Kong

(variations annuelles en pourcentage ; données semestrielles ; axe des abscisses : inflation effective ; axe des ordonnées : anticipations d'inflation à long terme)



Sources : Consensus Economics, Ministère des affaires intérieures et de la communication du Japon et calculs de la BCE.  
Note : Les données ont trait à la période 1995-2013.

Sources : Consensus Economics, *Census and Statistics Department* de Hong-Kong et calculs de la BCE.  
Note : Les données ont trait à la période 1999-2004.

### Existe-t-il un risque de déflation dans la zone euro ?

Les taux d'inflation faibles dans la zone euro reflètent une conjonction de facteurs d'offre et de facteurs de demande. Les facteurs d'offre mondiaux, y compris une décélération des prix de l'énergie et des produits alimentaires, ont joué le rôle le plus important. L'appréciation du taux de change effectif de l'euro a également contribué au ralentissement de l'inflation, amplifiant l'effet des cours des matières premières. Les facteurs locaux, tels que l'incidence des réformes structurelles sur le marché du travail et sur les marchés de biens et services, ont également contribué à atténuer les tensions sur les prix. Dans le même temps, les facteurs de demande ont pesé sur l'inflation, en particulier dans les pays où les excès antérieurs à la crise ne sont pas encore entièrement dissipés. Toutefois, au niveau de la zone euro dans son ensemble, la situation actuelle ne va pas dans le sens de l'imminence d'un véritable épisode déflationniste et ce, pour les raisons suivantes :

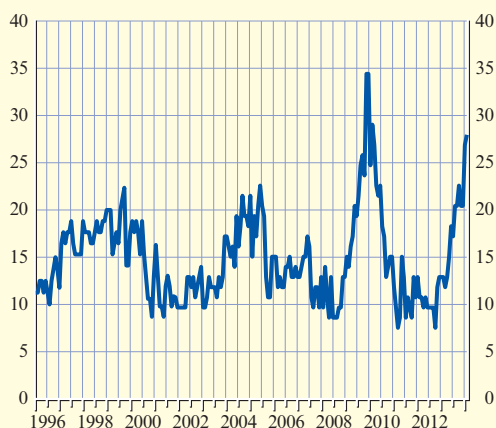
- la part des postes de l'IPCH dont les taux de variation annuels sont négatifs n'est pas exceptionnellement élevée par rapport aux précédents épisodes de désinflation (cf. graphique C) ;
- il n'existe aucun signe attestant d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long terme. Les mesures tirées d'enquêtes et des marchés – cours des obligations et contrats de *swaps* – sont demeurées à des niveaux compatibles avec l'objectif d'inflation de la BCE (cf. graphique D) <sup>7</sup> ;
- les dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro semblent indiquer que, même si les tensions sur les prix demeureront faibles sur une période prolongée, l'inflation mesurée par l'IPCH devrait progressivement augmenter ;
- en outre, la croissance économique devrait se redresser graduellement, tandis que le chômage diminue lentement après avoir atteint des niveaux élevés <sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Cf. également l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête du deuxième trimestre 2014 auprès des prévisionnistes professionnels* du *Bulletin mensuel* de mai 2014.

<sup>8</sup> Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* du *Bulletin mensuel* de juin 2014.

**Graphique C** Part des postes de l'IPCH affichant des taux de variation annuels négatifs

(en pourcentage du total des postes)

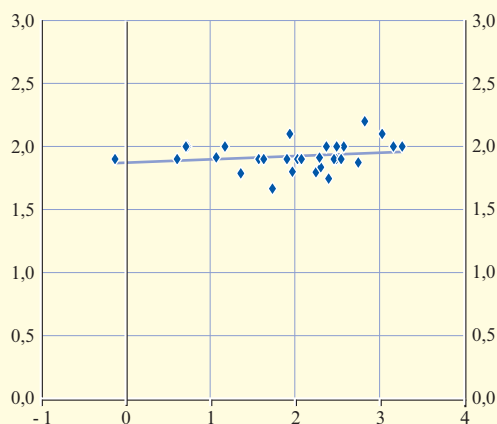


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Parts de 85 postes affichant des taux de variation annuel inférieurs à zéro (non pondérés). Les données sont mensuelles et recouvrent la période allant jusqu'en avril 2014.

**Graphique D** Anticipations d'inflation à long terme et inflation effective dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Consensus Economics, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'axe des abscisses correspond à l'inflation effective en glissement annuel et l'axe des ordonnées correspond aux anticipations d'inflation à six à dix ans établies par Consensus Economics. La période d'échantillonnage s'étend d'avril 1999 à avril 2014. Données semestrielles.

Si des ajustements importants des prix relatifs sont en cours dans certains pays de la zone euro, il est toutefois peu probable que ces processus se traduisent par une spirale déflationniste, les gains de compétitivité pouvant déjà être considérés comme un soutien aux exportations.

### Conclusion

Le terme déflation fait référence à une baisse généralisée et durable des prix exerçant des effets négatifs sur la croissance économique. Dans le contexte de la zone euro, il convient d'analyser les risques déflationnistes pour la zone dans son ensemble, en tenant compte du fait que, au sein d'une union monétaire, une inflation négative dans différents pays peut refléter des variations des prix relatifs visant à restaurer la compétitivité.

Par rapport aux épisodes historiques de véritable déflation enregistrés dans les économies avancées, le risque de déflation dans la zone euro apparaît écarté au stade actuel. En particulier, il n'existe aucun élément indiquant l'apparition de baisses des prix soutenues et généralisées et les anticipations à moyen et long terme demeurent solidement ancrées. En outre, la reprise économique est en cours dans la zone euro, contribuant à une absorption progressive des capacités productives inutilisées dans l'économie. Bien que le risque de véritable déflation dans la zone euro puisse par conséquent être considéré comme écarté actuellement, des périodes trop prolongées de taux d'inflation positifs mais faibles pourraient également, dans certaines circonstances, constituer une source d'inquiétude nécessitant une réponse appropriée de la part des autorités.

## 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. Cette évolution confirme la poursuite d'une reprise progressive, son rythme étant toutefois légèrement plus faible que prévu. Selon les données d'enquêtes les plus récentes, la croissance a également été modérée au deuxième trimestre 2014. Par la suite, la demande intérieure devrait continuer d'être soutenue par une série de facteurs tels que l'orientation accommodante de la politique monétaire, les effets de l'amélioration en cours des conditions de financement sur l'économie réelle, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles et l'accroissement du revenu disponible réel sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie. 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 taux annuel de variation des prêts des IFM au secteur privé est resté négatif en avril, 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.

Ce scénario prévoyant une reprise modérée ressort également des projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une hausse du PIB annuel en volume de 1,0 % en 2014, de 1,7 % en 2015 et de 1,8 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2014 établies par les services de la BCE, la projection de croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse pour 2014 et à la hausse pour 2015. Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse.

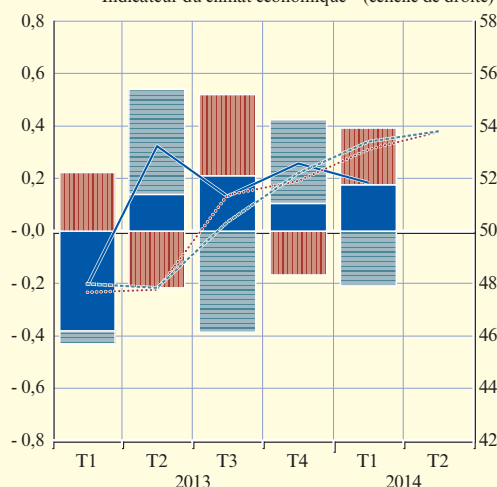
### 4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

Le PIB en volume a encore augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2014, après trois trimestres de croissance positive (cf. graphique 48). Cette évolution reflète les contributions positives de la demande intérieure et de la variation des stocks, après la contribution négative apportée par cette dernière composante au quatrième trimestre 2013. Même si la demande intérieure a contribué de façon positive à la croissance au niveau de la zone euro, elle a affiché des évolutions plus modestes dans certains pays, en raison essentiellement de variations plus faibles que prévu de la consommation privée et de l'investissement. Cette faiblesse est toutefois considérée comme étant en partie de nature temporaire et s'explique par la faible consommation d'énergie (liée à la clémence de l'hiver) ainsi que par la mise en œuvre de mesures budgétaires (qui affectent le profil de croissance de la consommation privée). Au premier trimestre, les échanges commerciaux ont apporté une contribution négative à la croissance, la hausse des importations étant supérieure à celle des exportations.

**Graphique 48 Croissance du PIB en volume et contributions à son évolution, indice composite des directeurs d'achat et indicateur du climat économique de la Commission européenne**

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

- Demande intérieure – hors stocks (échelle de gauche)
- Variation des stocks (échelle de gauche)
- Exportations nettes (échelle de gauche)
- Croissance du PIB total (échelle de gauche)
- ... Indice composite des directeurs d'achat (échelle de droite)
- ... Indicateur du climat économique <sup>1)</sup> (échelle de droite)



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 est normalisé avec la moyenne et l'écart-type de l'indice des directeurs d'achat sur la période présentée dans le graphique.



En dépit d'une croissance légèrement plus faible que prévu au premier trimestre, les indicateurs économiques récents laissent prévoir la poursuite d'une reprise modérée. En particulier, les facteurs qui expliquaient la période prolongée de croissance négative observée entre fin 2011 et début 2013 s'inversent et commencent à soutenir de plus en plus la croissance. La confiance des chefs d'entreprise s'est améliorée depuis fin 2012, tandis que celle des consommateurs, qui s'est renforcée davantage encore, a rejoint les niveaux qui avaient été atteints avant la crise. Ces évolutions se sont produites dans un environnement caractérisé par la diminution de l'incertitude macroéconomique, par l'amélioration des conditions de financement et par l'augmentation de la croissance du revenu réel. La reprise économique a également bénéficié de l'orientation accommodante de la politique monétaire et des progrès réalisés jusqu'à présent en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles.

Les récentes données tirées d'enquêtes vont dans le sens de la poursuite d'une croissance modérée au deuxième trimestre 2014. L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) de la Commission européenne et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production ressortaient en moyenne, en avril et en mai, à des niveaux supérieurs à leurs moyennes du premier trimestre 2014. La croissance devrait rester modérée en 2014, avant de se redresser légèrement en 2015 (cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*).

### CONSOMMATION PRIVÉE

La consommation privée s'est accrue de 0,1 % au premier trimestre 2014, après trois trimestres de croissance modérée. Cet accroissement reflète entièrement une hausse de la consommation de biens de consommation, qui a été partiellement contrebalancée par un fléchissement de la consommation de services et des achats de véhicules. Il semble que la faiblesse des dépenses de consommation au premier trimestre soit en partie de nature temporaire. En premier lieu, la consommation de services a été affectée de façon négative par la faible consommation d'énergie imputable à l'extrême clémence de l'hiver en Europe. En deuxième lieu, un relèvement du taux de TVA dans un pays, ainsi que des incitations fiscales à l'achat de véhicules dans plusieurs pays, ont également affecté la croissance de la consommation, et donc également son profil, au premier trimestre. En effet, les évolutions récentes des indicateurs à court terme et des enquêtes dénotent, dans l'ensemble, une légère reprise de la consommation, qui concorderait avec la croissance modérée des dépenses des ménages au deuxième trimestre de cette année.

#### Encadré 6

### LES TENDANCES RÉCENTES DU REVENU DISPONIBLE RÉEL DES MÉNAGES

Après une période prolongée de baisse, le revenu disponible réel des ménages de la zone euro a enregistré sa première croissance annuelle positive au quatrième trimestre 2013, progressant de 0,6 %, après une diminution de 0,3 % au troisième trimestre. Les augmentations de la rémunération des salariés et des revenus nets de la propriété figurent parmi les principaux facteurs ayant contribué à cette amélioration. Le ralentissement récent de la hausse des prix à la consommation a également eu une incidence positive sur les dernières évolutions du revenu disponible réel des ménages.

## Le revenu disponible des ménages a récemment augmenté

Après une période prolongée d'évolutions négatives ou stationnaires tant du revenu disponible nominal des ménages que de leur revenu réel, le revenu nominal a renoué avec une croissance positive au cours de l'année 2013. Le taux de croissance annuel du revenu disponible nominal des ménages de la zone euro est ressorti à 1,5 % au quatrième trimestre 2013, contre 1,0 % au troisième trimestre, grâce au redressement du PIB en volume (cf. graphique A).

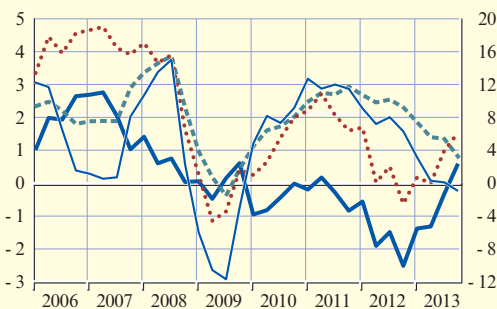
En raison de la baisse prolongée de l'emploi et des évolutions négatives ou atones des salaires réels, le revenu disponible réel des ménages de la zone euro s'est inscrit sur une tendance baissière entre le premier trimestre 2010 et le troisième trimestre 2013, où il se situait 2,5 % au-dessous de sa valeur du troisième trimestre 2009. Toutefois, soutenu par les évolutions positives des principales composantes du revenu brut et par l'atténuation de l'effet négatif des impôts directs, ainsi que par le ralentissement de la hausse des prix à la consommation, le taux de croissance annuel du revenu disponible réel des ménages est récemment devenu positif, progressant de 0,6 % au quatrième trimestre 2013.

Le renforcement de la croissance du revenu disponible brut nominal au quatrième trimestre 2013 a bénéficié au secteur des ménages essentiellement par le biais d'une accélération de la rémunération des salariés (sa contribution positive à la croissance du revenu disponible augmentant de 0,4 point de pourcentage), une contribution plus importante découlant du revenu de la propriété et des prestations sociales nettes (leur contribution respective progressant de 0,1 point de pourcentage). Ces évolutions, conjuguées à un effet moins négatif des impôts directs (0,2 point de pourcentage), ont plus que compensé l'affaiblissement de la contribution positive de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte<sup>1</sup> (de 0,2 point de pourcentage) et la légère baisse des produits nets d'intérêt dans le contexte de taux d'intérêt globalement faibles (cf. graphique B).

**Graphique A** Revenu disponible des ménages, IPCH et IPCH de l'énergie de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

— Revenu disponible réel  
 ..... Revenu disponible nominal  
 - - - IPCH  
 — IPCH de l'énergie (échelle de droite)

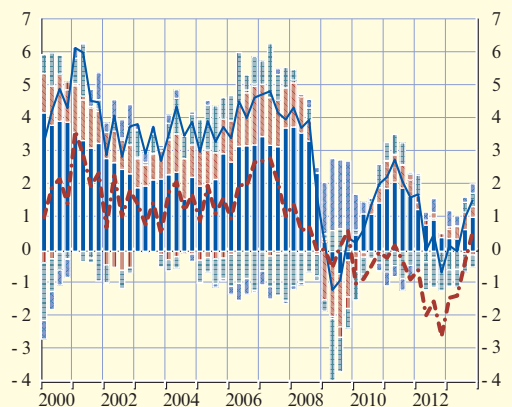


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

**Graphique B** Revenu disponible des ménages et ses composantes

(rythme de croissance annuelle ; contribution en points de pourcentage)

■ Rémunération des salariés  
 ■ Produit net d'intérêt  
 ■ Impôts directs  
 ■ Revenu disponible nominal  
 ■ EBE et revenu mixte de la propriété  
 ■ Prestations sociales nettes  
 ■ Revenu disponible réel nominal



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

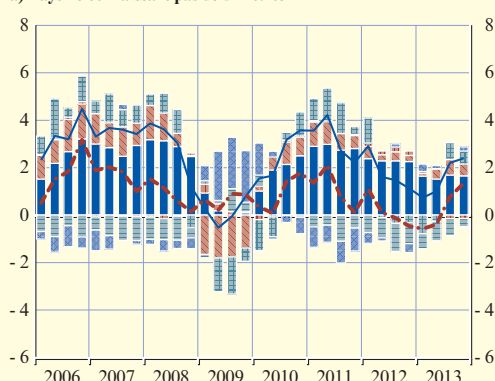
<sup>1</sup> Les principales composantes de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte des ménages sont les bénéfices des entrepreneurs individuels et les loyers imputés aux propriétaires occupants.

**Graphique C Revenu disponible des ménages et ses composantes dans les pays en difficulté et dans les autres pays**

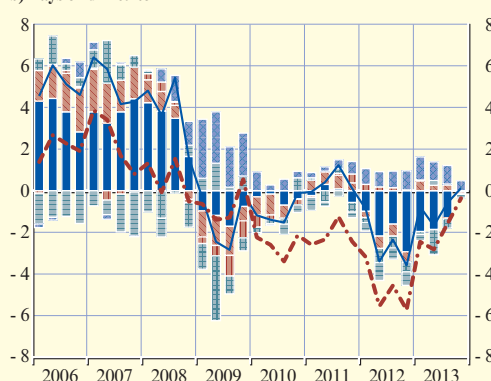
(rythme de croissance annuelle ; contribution en points de pourcentage)



a) Pays ne connaissant pas de difficulté



b) Pays en difficulté



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : Les données relatives aux comptes nationaux trimestriels par secteurs ne sont pas disponibles pour tous les pays de la zone euro. Par conséquent, les données agrégées pour les économies ne connaissant pas de difficulté concernent l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande, et celles pour les pays en difficulté l'Italie, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, le Portugal et la Slovénie.

En outre, le ralentissement de la hausse des prix à la consommation a contribué pour environ 40 % au redressement du revenu disponible réel des ménages. La hausse de l'IPCH de la zone euro s'est progressivement ralentie par rapport aux niveaux élevés observés fin 2011. La baisse de l'inflation dans la zone euro s'explique dans une large mesure par des facteurs externes tels que la diminution des prix de l'énergie et des matières premières et les évolutions des taux de change. Ces facteurs ont également renforcé le pouvoir d'achat des ménages, ce qui devrait, toutes choses égales par ailleurs, soutenir la consommation.

**Des évolutions hétérogènes d'un pays à l'autre**

Les évolutions ont été extrêmement différentes d'un pays à l'autre. Les pays ne connaissant pas de difficulté (Allemagne, France, Pays-Bas, Autriche et Finlande<sup>2</sup>) ont enregistré depuis 2010 une solide croissance du revenu disponible des ménages, tandis que les pays en difficulté (Italie, Espagne, Grèce, Irlande, Portugal et Slovénie) ont connu un fléchissement prolongé de ce revenu de 2009 jusqu'au troisième trimestre 2013. Cette baisse n'a été que brièvement interrompue, entre le deuxième et le quatrième trimestre 2011, par des hausses liées à l'excédent brut d'exploitation et au revenu mixte (cf. graphique C). Dans ces pays en difficulté, le rééquilibrage du coût nominal a été soutenu par un ajustement des salaires à la baisse en 2012 et par une hausse seulement modérée fin 2013.

Le revenu disponible des ménages des pays en difficulté a récemment montré des signes de stabilisation et la croissance du revenu nominal est devenue positive au quatrième trimestre 2013 pour la première fois depuis fin 2011, les importantes contributions négatives de la rémunération

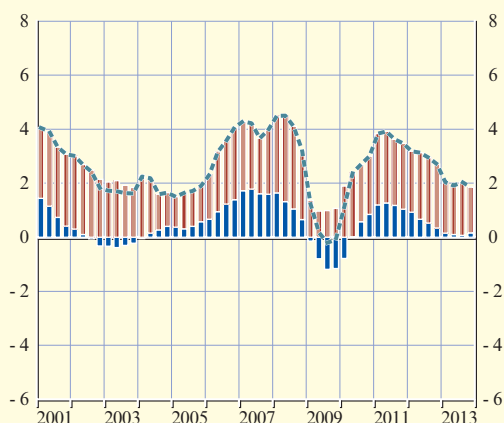
<sup>2</sup> Il convient de noter que les données relatives aux comptes nationaux trimestriels par secteurs ne sont pas disponibles pour tous les pays de la zone euro.

## Graphique D Emploi et rémunération nominale dans les pays en difficulté et dans les autres pays

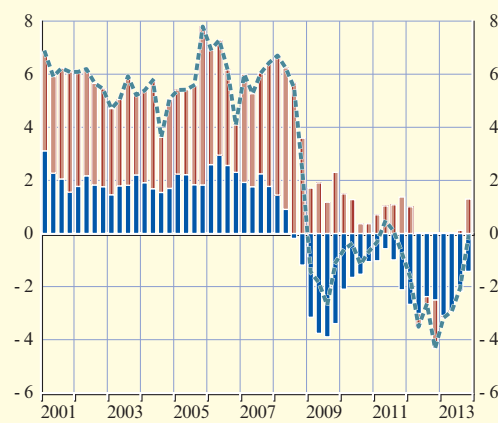
(taux de croissance annuel)

— Emploi  
— Rémunération par salarié  
— Rémunération des salariés

a) Pays ne connaissant pas de difficulté



b) Pays en difficulté



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : Les données relatives aux comptes nationaux trimestriels par secteurs ne sont pas disponibles pour tous les pays de la zone euro. Par conséquent, les données agrégées pour les économies ne connaissant pas de difficulté concernent l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande, et celles pour les pays en difficulté l'Italie, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, le Portugal et la Slovaquie.

des salariés et du revenu de la propriété s'étant interrompues. Même si le rythme de fléchissement du revenu disponible réel des ménages dans les pays en difficulté s'est considérablement ralenti depuis mi-2013, sa croissance était encore légèrement négative au quatrième trimestre 2013 (-0,4 % sur une base annuelle).

La ventilation des évolutions des revenus du travail entre les contributions de l'emploi et des salaires (rémunération par tête) montre que cette stabilisation du revenu dans les pays en difficulté à fin 2013 a résulté d'un ralentissement sensible de la baisse de l'emploi et d'une augmentation des salaires nominaux (cf. graphique D). Cependant, la progression annuelle de la rémunération par tête dans ces pays s'explique également par un effet de base, qui reflète l'abandon de mesures prises dans certains pays en 2012. Il se pourrait donc que le rééquilibrage au sein de la zone euro, c'est-à-dire les besoins résiduels d'ajustement de compétitivité, ne soit pas encore terminé. C'est également ce que suggère l'analyse récente, d'un point de vue sectoriel, du rééquilibrage actuel des comptes courants au sein de la zone euro<sup>3</sup>.

### L'ajustement des coûts de main-d'œuvre dans les pays en difficulté a amélioré la compétitivité

Le fléchissement prolongé des coûts de main-d'œuvre dans les pays en difficulté de 2009 à 2013 a probablement contribué aux évolutions du revenu global à moyen terme. Malgré l'effet négatif direct sur le revenu des ménages de l'ajustement des salaires à la baisse entre les deuxièmes trimestres 2012 et 2013, cette diminution a peut-être permis d'éviter une réduction encore plus forte de l'emploi. De plus, en aidant les pays à retrouver de la compétitivité, cet ajustement a pu permettre d'éviter un fléchissement plus prolongé du revenu disponible des ménages. De même, cet

<sup>3</sup> Cf. les encadrés intitulés *Contributions sectorielles au rééquilibrage dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de décembre 2013 et *Dans quelle mesure l'ajustement du compte de transactions courantes dans les pays de la zone euro en difficulté était-il conjoncturel ou structurel ?* du *Bulletin mensuel* de janvier 2014.

ajustement nominal a peut-être également soutenu le processus de désendettement en atténuant les pertes d'emploi. Les données disponibles montrent qu'un processus de désendettement est en cours dans le secteur privé non financier<sup>4</sup>. Il semble notamment s'être déroulé plus rapidement dans les pays où l'accumulation de la dette a été la plus importante au cours de la période précédant la crise et où l'effet de la crise a été le plus sensible.

### Conclusion

Après quatre années de baisse, le revenu disponible réel des ménages de la zone euro a progressé au quatrième trimestre 2013. La faible tendance du revenu disponible des ménages de la zone euro ces dernières années reflète des évolutions hétérogènes d'un pays à l'autre. Les évolutions positives des principales composantes du revenu à fin 2013, qui ont bénéficié du redressement du PIB en volume, se sont conjuguées à un ralentissement de la hausse des prix à la consommation. En particulier, la faiblesse des prix de l'énergie et des matières premières renforce le pouvoir d'achat des ménages et, toutes choses égales par ailleurs, devrait soutenir la consommation future. La poursuite du redressement de la croissance du revenu disponible réel devrait contribuer à renforcer les bilans des ménages (en leur permettant de continuer à réduire leur endettement) et pourrait apporter une incitation supplémentaire à la consommation privée, ce qui se reflète peut-être déjà dans la récente augmentation de la confiance des consommateurs et des ventes au détail.

<sup>4</sup> Cf. les encadrés intitulés *Les comptes intégrés de la zone euro au quatrième trimestre 2013* du *Bulletin mensuel* de mai 2014 et *Les évolutions du processus de désendettement dans le secteur des entreprises de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de février 2014.

S'agissant des évolutions sur plus longue période, le renforcement de la dynamique sous-jacente de la consommation privée amorcé au deuxième trimestre 2013 a reflété dans une large mesure les évolutions du revenu réel disponible. Le revenu global, dont l'évolution a été freinée de manière prolongée par le recul de l'emploi, profite de plus en plus de la stabilisation des marchés du travail et d'une modération de la pression fiscale. En outre, les revenus réels sont soutenus par la faible inflation, qui reflète largement la baisse des prix de l'énergie (cf. encadré 6). En effet, au dernier trimestre 2013, le revenu disponible réel s'est établi 0,6 % au-dessus du niveau observé un an auparavant. Il s'agit de la première augmentation annuelle depuis le deuxième trimestre 2011, ce qui représente une nette amélioration par rapport à fin 2012 et à début 2013, où le revenu avait reculé en moyenne de près de 2 % en rythme annuel. À la suite de ces dernières évolutions, les ménages ont augmenté leur taux d'épargne, qui est néanmoins resté proche de niveaux historiquement bas.

S'agissant de la dynamique à court terme au deuxième trimestre 2014, les données solides aussi bien que celles ressortant d'estimations indiquent, dans l'ensemble, une croissance modérée des dépenses de consommation. Les ventes au détail ont encore progressé en mars, de 0,3 % en glissement mensuel, ce qui a entraîné un acquis de croissance positif de 0,2 % au deuxième trimestre. En outre, l'indice des directeurs d'achat pour les ventes au détail a progressé en avril 2014 pour atteindre un niveau correspondant à une croissance, ce qui constitue son niveau le plus élevé depuis avril 2011. Cette évolution représente une nette amélioration par rapport au premier trimestre, où l'indice faisait encore état d'une contraction des ventes. Au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre, l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur du commerce de détail est resté, en moyenne, globalement inchangé par rapport au trimestre précédent et supérieur à sa moyenne de long terme. De plus, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont progressé de plus de 2 % en glissement mensuel en avril, permettant de démarrer le deuxième trimestre de façon positive. Ce modeste rebond fait suite à un premier trimestre atone, après un solide quatrième trimestre 2013, ce profil s'expliquant largement par différentes mesures budgétaires dans certains pays de la zone euro. Selon les enquêtes, les achats de voitures particulières et d'autres biens onéreux devraient rester faibles au cours des

prochains mois. En avril et en mai, l'indicateur de la Commission européenne relatif aux intentions d'achats importants s'est établi en moyenne seulement légèrement au-dessus de son niveau du premier trimestre, demeurant ainsi largement inférieur à sa moyenne de long terme. Toutefois, il convient d'être prudent dans l'interprétation des évolutions de cet indicateur car il semble que sa corrélation avec la consommation effective de biens durables ait diminué depuis le début de la crise. Enfin, l'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro, établi par la Commission européenne, qui fournit une indication assez fiable des évolutions des dépenses des ménages, s'est encore amélioré en mai. Cet indice, qui est orienté à la hausse depuis début 2013, se situe actuellement à son niveau le plus élevé depuis octobre 2007, ce qui suggère de nouvelles améliorations modestes de la dynamique sous-jacente de la consommation (cf. graphique 49).

#### INVESTISSEMENT

La FBCF de la zone euro a continué de se redresser au premier trimestre 2014, progressant de 0,3 % en rythme trimestriel, en hausse pour le quatrième trimestre consécutif. La reprise progressive de l'investissement fait suite à des améliorations de la demande, des bénéfices et des conditions de financement, ainsi que de la confiance. Toutefois, de la même façon que lors des reprises qui ont suivi les précédentes crises financières, le redressement est plutôt modéré ; le niveau d'investissement au premier trimestre est resté inférieur de près de 20 % au pic enregistré au premier trimestre 2008.

La ventilation de la FBCF au premier trimestre 2014 n'est pas encore disponible. Toutefois, les indicateurs à court terme pour la zone euro font état d'une croissance de l'investissement hors construction, qui représente la moitié de l'investissement total, la production de biens d'équipement ayant augmenté et le taux d'utilisation des capacités productives ayant continué de progresser au premier trimestre. Les données tirées d'enquêtes, comme l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier et l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur des biens d'équipement, se sont globalement améliorées entre janvier et mars 2014. Néanmoins, la progression d'ensemble probable masque des évolutions divergentes entre les principaux pays de la zone euro, l'investissement hors construction augmentant en Allemagne mais diminuant en France et aux Pays-Bas.

S'agissant de l'investissement dans la construction résidentielle et non résidentielle, il a probablement augmenté sensiblement pour l'ensemble de la zone euro, comme le montre la forte progression, en rythme trimestriel, de la production dans la construction au premier trimestre, en raison notamment de la construction de bâtiments. La croissance de l'investissement dans la construction observée au premier trimestre de l'année a néanmoins été soutenue pour l'essentiel par les conditions

**Graphique 49 Ventes au détail et indicateurs de confiance du commerce de détail et des ménages**

(données mensuelles)



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

météorologiques très clémentes dans certains pays de la zone euro. L'évolution de l'investissement dans la construction a encore été caractérisée par de grandes divergences entre les pays, reflétant les différences de situations sur les marchés de l'immobilier.

S'agissant du deuxième trimestre 2014, les quelques indicateurs avancés disponibles font état d'une croissance modérée de la FBCF hors construction dans la zone euro. Le taux d'utilisation des capacités de production a légèrement diminué au deuxième trimestre. Les valeurs pour le mois de mai de l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier et de sa composante relative aux nouvelles commandes ont légèrement diminué, tout en restant supérieures à leurs moyennes de long terme, et les données de l'enquête de la Commission européenne relative à l'évaluation des carnets de commande et aux prévisions de production ont indiqué une nouvelle amélioration jusqu'en mai. En outre, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro réalisée au deuxième trimestre 2014 dénote un nouvel assouplissement des conditions de financement pour les concours aux fins d'investissement. Sur l'ensemble de l'année 2014, selon l'enquête semestrielle de la Commission européenne relative aux investissements industriels réels, les entreprises prévoient une croissance de 5 % de l'investissement industriel dans la zone euro, les anticipations d'investissement s'améliorant globalement tant pour les grandes entreprises que pour les PME, même si une hétérogénéité importante subsiste entre les pays (cf. encadré 7).

#### Encadré 7

#### DONNÉES D'ENQUÊTES RELATIVES AUX ÉVOLUTIONS DE L'INVESTISSEMENT DES PME ET DES GRANDES ENTREPRISES

Le présent encadré rend compte des évolutions de l'investissement dans la zone euro et les différents pays, en mettant l'accent sur les enquêtes, notamment la dernière enquête semestrielle de la Commission européenne relative aux investissements dans l'industrie. Il analyse également les moteurs de l'investissement des PME et des grandes entreprises dans la zone euro en s'appuyant sur les résultats de l'enquête de la BCE sur l'accès au financement. Si la situation économique et financière de la zone euro s'est améliorée, ce qui devrait ouvrir la voie à une reprise de l'investissement industriel réel, les conditions restent moins favorables pour les PME que pour les grandes entreprises.

#### Évolutions actuelles de l'investissement dans la zone euro et dans les pays membres

Selon l'enquête semestrielle récente de la Commission européenne relative aux investissements dans l'industrie, l'investissement réel de la zone euro a reculé de quelque 3 % en 2013 et devrait progresser de 5 % environ en 2014 (cf. graphique A). Les résultats de l'enquête, publiés fin avril 2014, font état d'une évaluation pour 2014 légèrement plus optimiste que dans l'enquête précédente, publiée en novembre 2013, qui prévoyait une hausse de 4 %<sup>1</sup>. Cette dernière évaluation est globalement conforme à la projection relative à l'investissement réel en équipements figurant dans les prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne pour cette année et légèrement supérieure à la prévision relative à l'investissement réel total figurant dans l'exercice global de prévisions macroéconomiques de l'Eurosystème de juin 2014 (cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*).

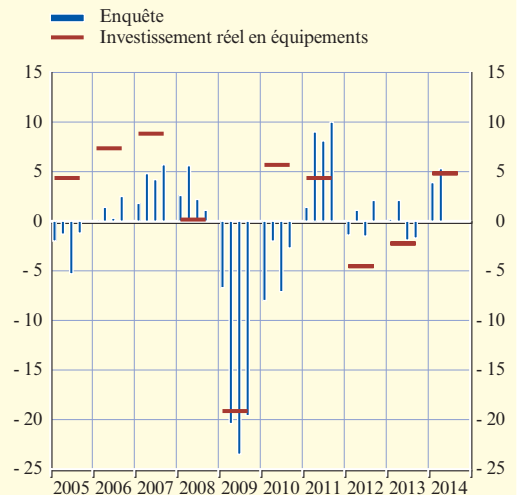
<sup>1</sup> Pour une analyse de l'enquête semestrielle précédente de la Commission européenne relative aux investissements dans l'industrie, cf. l'encadré intitulé *Investissement des entreprises : une reprise modérée en perspective* du *Bulletin mensuel* de janvier 2014

S'agissant des différents pays de la zone euro, tandis que l'enquête de la Commission européenne relative à l'investissement indique que la plupart des pays prévoient une hausse de l'investissement en 2014 par rapport à 2013, il subsiste une forte hétérogénéité entre pays (cf. graphique B). Dans la plupart des pays, il existe des similarités d'ensemble entre les programmes d'investissement industriel et la projection relative à l'investissement réel en équipements de la Commission européenne en termes d'évolutions attendues de l'investissement.

L'enquête de la Commission européenne montre également, par rapport à l'enquête précédente de novembre 2013, une forte révision à la hausse (de - 3 % à 8 %) des anticipations relatives à l'investissement pour 2014 parmi les PME de la zone euro, à savoir les entreprises comptant moins de 250 salariés (cf. graphique C). Les données relatives aux programmes d'investissement des grandes entreprises ont elles aussi encore augmenté, mais à un rythme plus modeste, de l'ordre de 7 % pour l'ensemble de l'année 2014. Cela semble indiquer que les conditions reviennent progressivement à la normale pour les deux catégories d'entreprises en termes de redressement des bénéfiques, de signes de réduction de la sous-utilisation des capacités, de moindre incertitude et d'amélioration de l'accès au financement<sup>2</sup>.

**Graphique A Programmes d'investissement industriel et investissement réel en équipements dans la zone euro**

(variation annuelle en pourcentage ; volume)

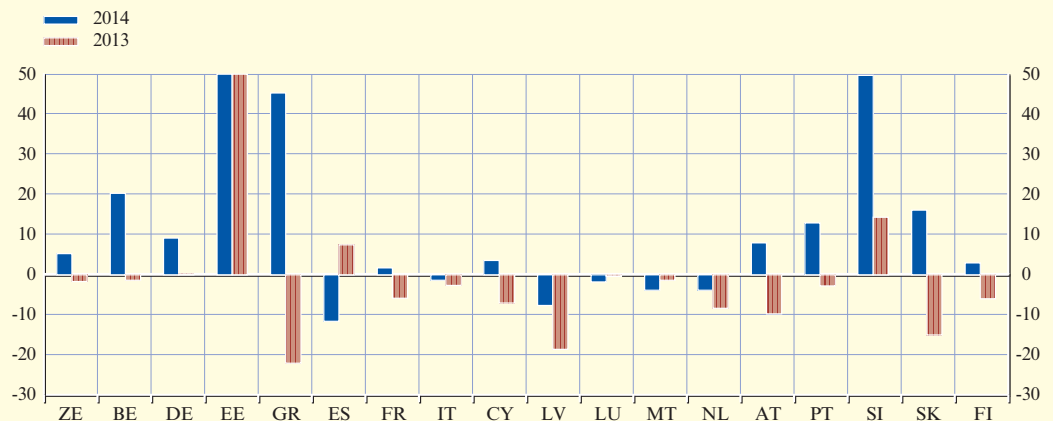


Sources : Commission européenne et enquête sur l'investissement de la Commission européenne

Notes : Pour chaque année, les quatre enquêtes de la Commission européenne sont représentées par les barres bleu clair. Les données concernant l'investissement réel en équipements font référence aux résultats réels jusqu'en 2013 et à une projection pour 2014.

**Graphique B Programmes d'investissement industriel dans les différents pays de la zone euro**

(variation annuelle en pourcentage ; volume)



Source : Enquête de la Commission européenne relative à l'investissement, avril 2014

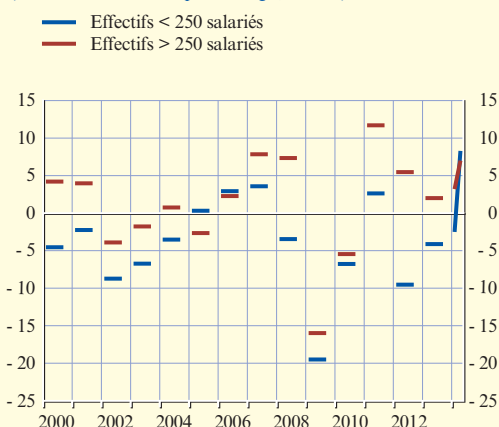
Notes : EE : 378 (2014) et 168 (2013). SI : 68 (2014)

<sup>2</sup> Pour une analyse détaillée des facteurs à l'origine de la faiblesse de l'investissement, cf. l'encadré intitulé *Les facteurs à l'origine du recul et du redressement de l'investissement des entreprises* du Bulletin mensuel d'avril 2014



**Graphique C Programmes d'investissement industriel dans la zone euro selon la taille de l'entreprise**

(variations annuelles en pourcentage ; volume)



Source : Enquête de la Commission européenne relative à l'investissement

Note : Les lignes horizontales représentent les moyennes des quatre enquêtes pour chaque année. Les résultats individuels tirés des enquêtes de novembre 2013 et avril 2014 ne sont représentés que pour 2014.

En effet, dans la zone euro, l'excédent brut d'exploitation progresse à un rythme légèrement plus rapide que la croissance à long terme (cf. graphique D), signe d'une disponibilité accrue du financement interne pour les projets d'investissement. En outre, le sous-emploi des capacités dans le secteur industriel se réduit, les taux d'utilisation dans l'industrie manufacturière étant perçus comme se redressant progressivement pour se rapprocher de leurs moyennes de long terme.

Cette augmentation de l'utilisation des capacités témoigne du besoin croissant qu'ont les entreprises d'accroître leur stock de capital<sup>3</sup>. Selon l'enquête d'avril 2014 sur la distribution du crédit bancaire menée par la BCE, les conditions de financement se sont également progressivement améliorées, avec l'assouplissement des critères d'octroi fixés par les banques et la nette augmentation de la demande de prêts à des fins d'investissement au cours des derniers trimestres (cf. graphique E).

**Les précédentes évolutions de l'investissement des PME et des grandes entreprises**

Étudiant plus attentivement les programmes d'investissement industriel réel des PME par rapport à ceux des grandes entreprises sur une période plus longue, l'enquête sur l'investissement réalisée par la Commission européenne tend à indiquer que les programmes d'investissement des PME de la zone euro ont été dans l'ensemble moins ambitieux que ceux des entreprises plus importantes (cf. graphique C). En 2009, la diminution des programmes d'investissement reflète une révision à la baisse de la part d'entreprises de toutes dimensions. En revanche, en 2011 et en 2012, il semble que la faiblesse de l'investissement ait coïncidé pour l'essentiel avec une réduction des investissements prévus par les petites entreprises, tandis que les programmes d'investissement des grandes entreprises restaient, dans l'ensemble, dynamiques.

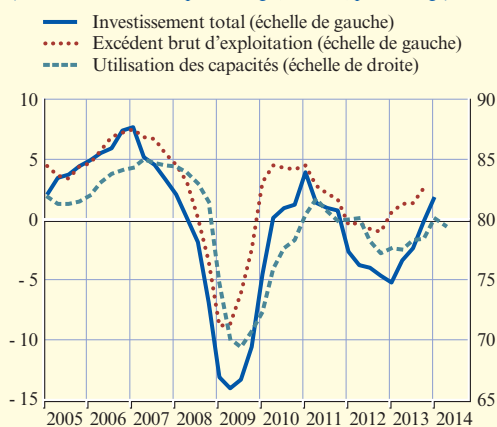
L'enquête semestrielle sur l'accès au financement (SAFE)<sup>4</sup> réalisée par la BCE en utilisant des données disponibles jusqu'au second semestre 2013 apporte un certain éclairage sur les facteurs

<sup>3</sup> Cf. l'encadré intitulé *Perspectives en matière d'investissement productif, d'utilisation des capacités de production et de demande* du *Bulletin mensuel* d'avril 2010

<sup>4</sup> Cf. l'enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro: octobre 2013 à mars 2014 : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201404en.pdf?da920468528300ff549d8cc9552eb81> et l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro : octobre 2013 à mars 2014* du *Bulletin mensuel* de mai 2014.

**Graphique D Investissement total, utilisation des capacités et excédent brut d'exploitation**

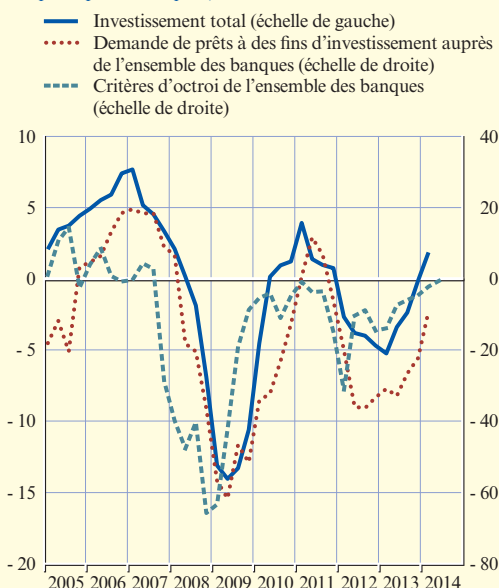
(variations annuelles en pourcentage ; volume ; pourcentage)



Sources : Eurostat et Commission européenne

### Graphique E Investissement total, critères d'octroi et demande de prêts à des fins d'investissement

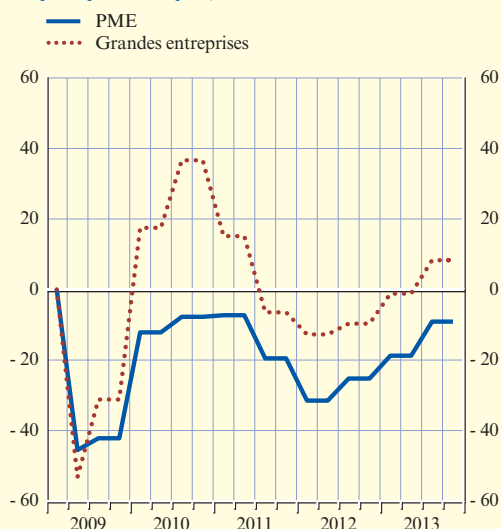
(variations annuelles en pourcentage ; en pourcentage net des participants à l'enquête)



Sources : Eurostat et BCE (enquête sur la distribution du crédit bancaire)

### Graphique F Les bénéfices comme facteur de source de revenus pour les entreprises du secteur industriel

(pour les six mois précédents ; en pourcentage net des participants à l'enquête)



Source : enquête SAFE de la BCE

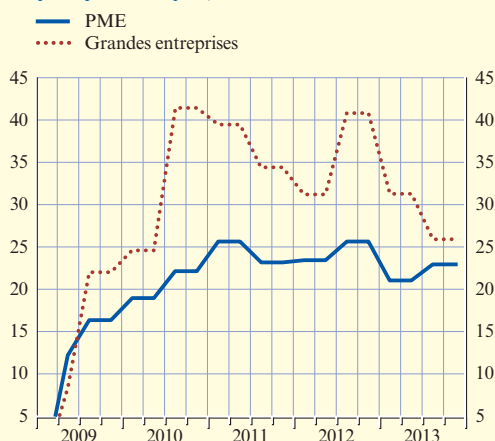
expliquant les différences entre les programmes d'investissement au cours des dernières années. Les différences observées en 2011 et en 2012 entre la croissance des investissements prévus dans les grandes entreprises (employant plus de 250 salariés) et celle des investissements prévus dans les PME peuvent s'expliquer en partie par le fait que les évolutions des bénéfices, en tant que source de revenus, étaient beaucoup plus faibles dans les PME que dans les entreprises plus importantes de la zone euro. Tandis que, dans l'ensemble, les grandes entreprises anticipaient une augmentation considérable du rôle des bénéfices comme source de revenus après 2009 et seulement une légère baisse en 2012, les PME continuaient, sur toute la période, de n'accorder qu'un rôle limité au niveau des bénéfices (cf. graphique F).

Parmi les PME, le pourcentage net de participants à l'enquête SAFE indiquant un besoin de financement externe à des fins d'investissement ne s'est que modérément amélioré à la suite de la crise financière (cf. graphique G). Dans le même temps, pour les grandes entreprises de la zone euro, la perception de la nécessité d'un financement externe pour l'investissement s'est considérablement accrue après 2009 et est ensuite demeurée constamment plus élevée que celle des PME.

Par ailleurs, dans les années suivant le déclenchement de la crise financière, il semble que les PME de la zone euro aient été davantage exposées aux contraintes de crédit que les grandes entreprises. Il est possible que ces contraintes, rencontrées en essayant d'obtenir un financement externe, aient empêché la réalisation d'investissements fixes, notamment lorsque les bénéfices et le financement interne étaient faibles. Selon les réponses pondérées collectées par l'enquête SAFE, les banques ont rejeté davantage de demandes de prêts présentées par les PME que de demandes présentées par les grandes entreprises (cf. graphique H). Depuis le premier semestre 2012, les taux de prêts refusés par les banques ont diminué, surtout pour les plus grandes entreprises.

**Graphique G Besoins de financement externe à des fins d'investissement pour les entreprises du secteur industriel**

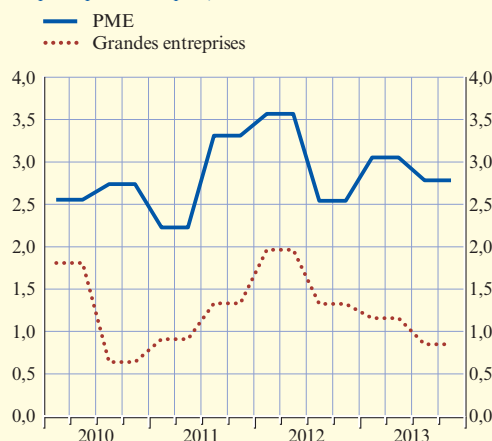
(pour les six mois précédents ; en pourcentage net des participants à l'enquête)



Source : enquête SAFE de la BCE

**Graphique H Demandes de prêts bancaires refusées pour les entreprises de tous les secteurs**

(pour les six mois précédents ; en pourcentage net des participants à l'enquête)



Source : enquête SAFE de la BCE

### Conclusion

Selon l'enquête semestrielle sur l'investissement dans l'industrie réalisée par la Commission européenne, une progression de l'investissement industriel réel est attendue en 2014 dans la zone euro pour l'ensemble des entreprises, évolution favorisée par un retour à la normale des facteurs qui y contribuent (tels que les bénéfices, l'utilisation des capacités de production et l'accès au financement). L'enquête la plus récente de la Commission européenne indique que les petites entreprises prévoient une augmentation significative de leur investissement en 2014. Cependant, comme le montre l'enquête sur l'accès au financement, il semble qu'un certain nombre de facteurs fondamentaux qui déterminent l'investissement (comme les bénéfices et les conditions de crédit) soient récemment demeurés plus faibles pour les PME que pour les grandes entreprises. Par conséquent, le redressement effectif de l'investissement des PME de la zone euro risque d'être relativement modéré, si l'on tient compte également du fait qu'il démarre à partir de faibles niveaux après le fléchissement observé ces dernières années.

L'investissement dans la construction devrait être faible au deuxième trimestre 2014, en partie en raison de l'ajustement prolongé du marché immobilier dans certains pays de la zone euro et de la faiblesse persistante de la demande dans ce secteur. L'élan donné à l'activité par les conditions météorologiques très favorables au premier trimestre de l'année s'est également achevé. Ces perspectives atones se reflètent également dans les valeurs pour avril des indicateurs des directeurs d'achat relatifs à la production dans le secteur de la construction, à l'activité du marché immobilier et aux nouvelles commandes, ainsi que dans la valeur moyenne des nouvelles commandes dans la construction ressortant des enquêtes de la Commission européenne en avril et en mai. Ces indicateurs ont tous diminué par rapport à leurs valeurs moyennes du premier trimestre et s'établissaient encore à un niveau nettement inférieur à leurs moyennes respectives à long terme. La nécessité de nouvelles corrections des déséquilibres dans les secteurs de la construction et de l'immobilier de certains pays de la zone euro laisse également présager des évolutions relativement faibles de l'investissement dans la construction pour le reste de l'année.

## CONSOMMATION PUBLIQUE

Au premier trimestre 2014, la croissance de la consommation publique est devenue positive en termes réels, progressant de 0,3 % en rythme trimestriel. S'agissant des tendances sous-jacentes des principales composantes, elles ont toutes augmenté par rapport au trimestre précédent. En particulier, les dépenses au titre des consommations intermédiaires, qui constituent un peu moins du quart du total des dépenses de consommation publique, ont fortement augmenté, inversant ainsi largement la forte diminution observée au trimestre précédent. De plus, les transferts sociaux en nature, qui recouvrent des rubriques telles que les dépenses de santé, ont continué d'augmenter à un rythme stable, tandis que la rémunération des fonctionnaires, qui représente près de la moitié de la consommation publique totale, n'a augmenté que de façon marginale. À plus long terme, la contribution de la consommation publique à la demande intérieure devrait rester limitée au cours des prochains trimestres, car de nouvelles mesures d'assainissement budgétaire sont encore nécessaires dans un certain nombre de pays (cf. section 5).

## STOCKS

Au premier trimestre 2014, la variation des stocks a apporté une contribution de 0,2 point de pourcentage à la croissance trimestrielle du PIB, après une contribution négative de même ampleur au quatrième trimestre 2013. Les dernières données publiées confirment l'absence d'une direction clairement établie de la contribution de la variation des stocks à la croissance du PIB au cours de la dernière année, contrairement à la tendance essentiellement négative observée entre le troisième trimestre 2011 et le quatrième trimestre 2012 (-1,0 point de pourcentage en cumul). Selon les enquêtes récentes de la Commission européenne, les stocks dans l'industrie manufacturière (produits finis) et dans le secteur du commerce de détail sont considérés par les entreprises comme étant plutôt faibles (à peine supérieurs aux récents niveaux planchers de 2010 - 2011), malgré l'augmentation enregistrée en avril et en mai 2014 (cf. graphique 50, partie a). Ainsi, une reconstitution des stocks neutre ou modérée courant 2014 est assez probable dans le contexte de la reprise économique en cours.

Graphique 50 Stocks dans la zone euro

### a) Perception des niveaux des stocks

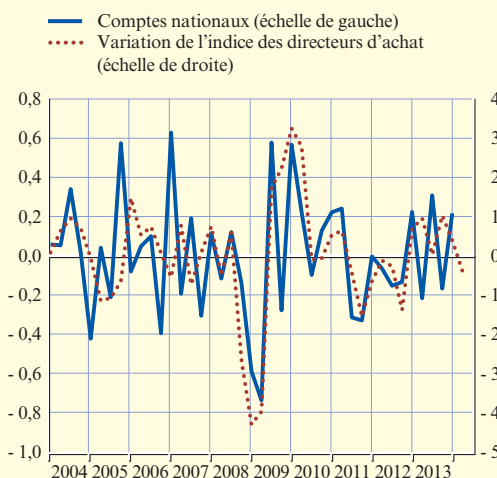
(soldes en pourcentage ; données cvs, non corrigées des jours ouvrés)



Source : Enquêtes de la Commission auprès des chefs d'entreprises et des consommateurs

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

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



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

Par ailleurs, selon les données récentes tirées des enquêtes auprès des directeurs d'achat pour avril et mai 2014, s'agissant notamment des variations des consommations intermédiaires et des produits finis dans l'industrie, les stocks apporteront sans doute une contribution globalement neutre à la croissance du PIB en volume dans un avenir proche (cf. graphique 50, partie b).

### COMMERCE EXTÉRIEUR

Les exportations de biens et services de la zone euro ont modérément progressé au premier trimestre 2014, affichant une hausse de 0,3 % en rythme trimestriel (cf. graphique 51). Cette augmentation fait suite au redressement sensible du quatrième trimestre, imputable à la vigueur de la demande extérieure. Les exportations vers les États-Unis, le Japon et la Chine ont continué de se renforcer tandis que celles vers les pays européens situés hors de la zone euro, vers les autres économies asiatiques et l'Amérique latine ont été modérées.

Les importations de la zone euro ont affiché une progression trimestrielle relativement forte, de 0,8 %, au premier trimestre, après un rebond au cours des trois trimestres précédents, qui a reflété l'amélioration graduelle de la demande intérieure dans la zone euro. À l'exception de la Chine, les importations ont été limitées pour la plupart des partenaires commerciaux (notamment en provenance des États-Unis). La hausse des importations étant supérieure à celle des exportations, la contribution des échanges commerciaux à la croissance du PIB est devenue négative au premier trimestre (à -0,2 point de pourcentage).

Les indicateurs disponibles tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une hausse des exportations de la zone euro à court terme. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation s'est amélioré en moyenne au premier trimestre, demeurant largement au-dessus du seuil d'expansion de 50. Cependant, le fléchissement amorcé en février 2014 s'est poursuivi au cours des mois suivants ; en mai, cet indice est ressorti à 52,6, légèrement en deçà de son niveau d'avril (53,3). Après avoir atteint en février 2014 son niveau le plus élevé depuis début 2012, l'indicateur de la Commission européenne relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a légèrement diminué au cours des trois mois suivants, tout en demeurant supérieur à sa moyenne de long terme. Ces deux indicateurs se situent à des niveaux compatibles avec une croissance modérée des exportations à court terme, également soutenue par le renforcement progressif de la demande extérieure. Les importations de la zone euro devraient également augmenter à court terme, bien qu'à un rythme modéré, évolution globalement conforme à un redressement de la demande intérieure.

## 4.2 VENTILATION SECTORIELLE DE LA PRODUCTION

S'agissant du volet production des comptes nationaux, la valeur ajoutée totale s'est à nouveau inscrite en hausse au premier trimestre 2014, de 0,1 % en rythme trimestriel. Tous les grands secteurs économiques, à l'exception de l'industrie hors construction, ont contribué à cette évolution.

**Graphique 51 Importations et exportations en volume et contribution des exportations nettes à la croissance du PIB**

(variations trimestrielles en pourcentage ; en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et BCE

En termes de niveau d'activité, les différences entre secteurs persistent. Dans le secteur des services, la valeur ajoutée réelle a atteint un niveau record au premier trimestre 2014, tandis que pour la construction, elle n'est ressortie qu'aux trois-quarts environ de son pic de début 2008. Dans le même temps, la valeur ajoutée dans l'industrie hors construction s'est établie 6 % en deçà de son point haut d'avant la crise. Les indicateurs à court terme vont dans le sens d'une nouvelle hausse de la valeur ajoutée totale au deuxième trimestre 2014, à un rythme légèrement supérieur à celui du premier trimestre.

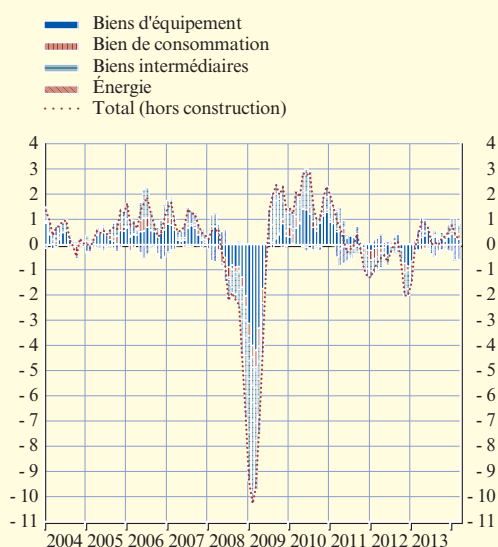
### INDUSTRIE HORS CONSTRUCTION

Au premier trimestre 2014, la valeur ajoutée dans le secteur industriel hors construction a diminué de 0,2 %, en glissement trimestriel, après une forte hausse au trimestre précédent. En revanche, la production a modérément progressé, après avoir augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au trimestre précédent (cf. graphique 52). Cette progression de la production est attribuable aux biens d'équipement, aux biens intermédiaires et aux biens de consommation, principalement en liaison avec la croissance rapide de la composante durable de ces derniers. La production d'énergie s'est inscrite en net recul en raison de conditions météorologiques clémentes cet hiver. D'après l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, les évolutions récentes dans le secteur industriel sont intervenues dans un contexte de légère amélioration des conditions de la demande.

Pour l'avenir, les indicateurs à court terme font état, dans l'ensemble, d'une expansion modérée de l'activité du secteur industriel au deuxième trimestre 2014. L'indicateur de la BCE relatif aux

**Graphique 52 Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution**

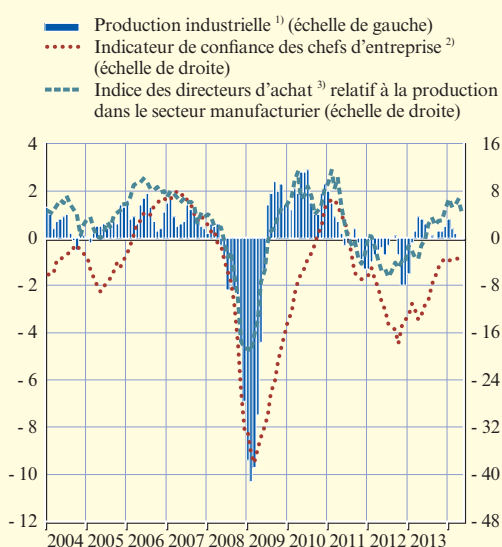
(taux de croissance ; contributions en points de pourcentage ; données mensuelles cvs)



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

**Graphique 53 Production industrielle, indicateur de confiance des chefs d'entreprise et indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier**

(données mensuelles cvs)



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

nouvelles commandes dans l'industrie hors matériel de transport lourd, qui est moins influencé par les grosses commandes que l'indicateur relatif à l'ensemble des nouvelles commandes, a atteint 1,0 %, en rythme trimestriel au premier trimestre 2014. Les données d'enquêtes de la Commission européenne indiquent que les niveaux des carnets de commande, orientés à la hausse depuis début 2013, se sont encore améliorés en mai. En outre, en avril et en mai, les indices des directeurs d'achat relatifs à la production et aux nouvelles commandes dans le secteur manufacturier se sont inscrits en deçà des niveaux enregistrés au premier trimestre, demeurant toutefois au-dessus du seuil théorique de 50 indiquant une croissance nulle (cf. graphique 53). Par ailleurs, l'indicateur de confiance de la Commission européenne relatif à l'industrie a enregistré une légère hausse sur la période allant d'avril à mai, par rapport à sa moyenne du premier trimestre.

### CONSTRUCTION

Poursuivant la tendance positive débutée mi-2013, la valeur ajoutée dans la construction a progressé de 0,5 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2014. Cette évolution est en ligne avec la forte hausse de la production dans la construction observée au premier trimestre 2014, de 2,4 % en rythme trimestriel, principalement liée aux conditions météorologiques particulièrement clémentes dans plusieurs pays de la zone euro. Pour les prochains mois, les indicateurs à court terme laissent généralement présager des évolutions globalement plus modérées au deuxième trimestre 2014. Malgré une légère hausse de l'indicateur de confiance de la Commission européenne relatif au secteur de la construction en mai, sa moyenne pour avril et mai reste inférieure à sa valeur du premier trimestre et nettement inférieure à sa moyenne historique. De plus, cette augmentation résulte uniquement d'une légère amélioration des perspectives d'emploi, tandis que les carnets de commande dans la construction sont considérés comme s'étant à nouveau détériorés, indiquant que les évolutions futures dans ce secteur devraient être atones. D'autres enquêtes dressent un tableau analogue : en avril, les indices des directeurs d'achat relatifs à la production dans la construction, à l'activité immobilière et aux nouvelles commandes se sont établis à leur niveau le plus bas depuis mai 2013, nettement en deçà de leurs niveaux moyens des deux derniers trimestres. En outre, ces indicateurs ont tous enregistré des niveaux inférieurs à 50, dénotant une contraction de l'activité.

### SERVICES

La valeur ajoutée dans les services a poursuivi sa hausse au premier trimestre, à hauteur de 0,2 %, rythme similaire à celui des deux trimestres précédents. L'activité dans le secteur des services a progressé au premier trimestre, pour les services tant marchands que non marchands (ces derniers incluant l'administration publique, l'éducation, la santé et l'action sociale). Cette expansion a également été généralisée au niveau des sous-secteurs, à l'exception des activités immobilières, qui se sont inscrites en baisse. Les contributions positives les plus importantes ont été apportées par le marché des services, notamment le commerce, les transports, l'hôtellerie et la restauration, ainsi que les services financiers et d'assurance. L'enquête trimestrielle de la Commission européenne relative aux facteurs limitant l'activité dans les services fournit des indicateurs concernant les facteurs à l'origine des dernières évolutions de l'activité dans ce secteur. Au cours de la période de trois mois s'étant achevée en avril, la part de sociétés de services ayant déclaré qu'une demande insuffisante constituait une limite à leur activité s'est établie à sa moyenne de long terme, suggérant une absence de contraintes spécifiques du côté de la demande. Dans le même temps, selon les déclarants, les contraintes d'ordre financier ont continué de peser fortement sur l'activité dans les services, malgré une amélioration depuis le troisième trimestre 2013. Parmi les principaux pays de la zone euro, c'est en Italie et en Espagne que ces contraintes sont les plus sévères.

Pour l'avenir, les enquêtes indiquent la poursuite d'une croissance positive de la valeur ajoutée dans les services au deuxième trimestre de cette année. À plus long terme, le redressement du secteur des

services devrait se poursuivre à un rythme lent. Sur la base des données disponibles pour les deux premiers mois du deuxième trimestre, l'indice des directeurs d'achat pour l'activité dans les services a continué d'augmenter, pour atteindre son niveau le plus élevé depuis le deuxième trimestre 2011. De même, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans les services s'est encore amélioré, s'établissant à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis l'été 2011. La confiance est demeurée comparativement élevée pour les activités liées à l'emploi, la programmation informatique, les activités de consultant et les activités annexes. Selon l'enquête de la Commission européenne relative aux services, la demande anticipée pour les prochains mois a reculé au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent. L'indice des directeurs d'achat relatif aux perspectives d'activité (à douze mois) a également diminué par rapport au premier trimestre, ressortant à un niveau légèrement inférieur à sa moyenne de long terme. Ces évolutions sont en ligne avec les prévisions de reprise modérée mais réelle.

#### 4.3 MARCHÉ DU TRAVAIL

Les données relatives aux marchés du travail de la zone euro montrent quelques signes d'amélioration, en liaison avec la reprise modeste de l'activité qui s'est dessinée depuis les printemps 2013. Les marchés du travail suivent généralement l'activité économique avec un certain décalage, les entreprises augmentant d'abord l'utilisation des capacités de production par des hausses de la productivité et des heures travaillées avant de recommencer à embaucher. En dépit d'une légère amélioration globale dans la zone euro, les résultats des marchés du travail continuent de différer considérablement selon les pays et les groupes d'âge.

Au quatrième trimestre 2013, le nombre de personnes employées dans la zone euro a progressé, de 0,1 % en rythme trimestriel, après être resté stable au cours des deux trimestres précédents (cf. tableau 11). Si des différences marquées existent entre les pays, cette croissance de l'emploi résulte dans une large mesure des améliorations observées dans les pays lourdement touchés tels que l'Espagne, l'Irlande et le Portugal. Parmi les principaux secteurs économiques, seuls les services ont affiché une croissance positive au quatrième trimestre, tandis que l'industrie (hors construction), l'agriculture et la construction ont toutes enregistré des variations négatives de l'emploi en rythme trimestriel.

**Tableau 11 Croissance de l'emploi**

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

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

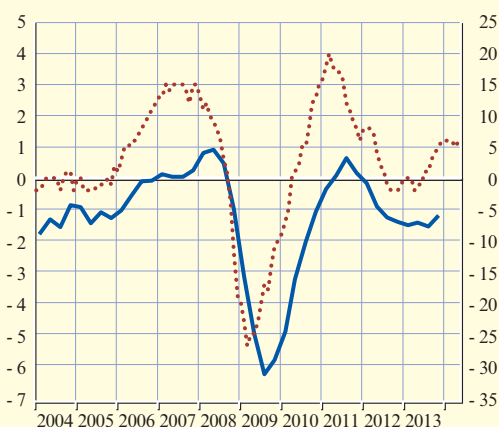
1) Y compris les services aux ménages, les activités artistiques et celles des organismes extraterritoriaux



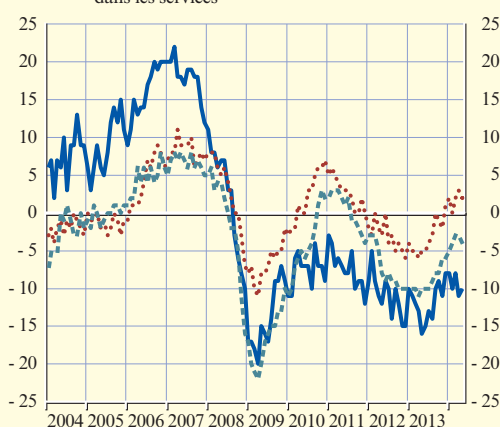
## Graphique 54 Croissance de l'emploi et perspectives d'évolution de l'emploi

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

— Croissance de l'emploi dans l'industrie hors construction (échelle de gauche)  
 ..... Perspectives d'évolution de l'emploi dans l'industrie manufacturière (échelle de droite)



— Perspectives d'évolution de l'emploi dans la construction  
 ..... Perspectives d'évolution de l'emploi dans le commerce de détail  
 - - - Perspectives d'évolution de l'emploi dans les services



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

Le nombre total d'heures travaillées est demeuré stable, en rythme trimestriel, au troisième et au quatrième trimestre 2013, après avoir augmenté de 0,6 % au deuxième trimestre de l'année. L'évolution du nombre d'heures travaillées reflète donc probablement l'amélioration conjoncturelle de la situation sur le marché du travail, la normalisation des heures travaillées précédant généralement une reprise des embauches.

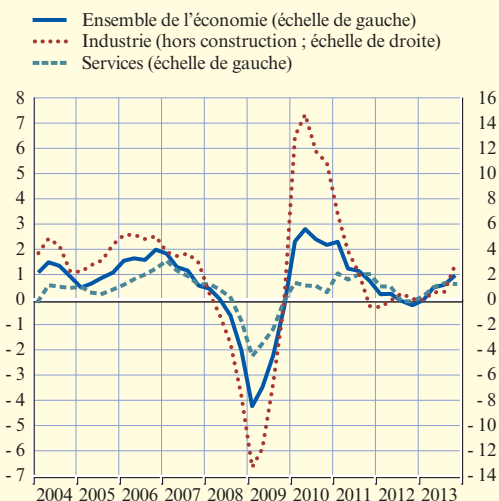
Même si les résultats d'enquêtes se situent à des niveaux toujours bas, ils vont néanmoins dans le sens d'une amélioration de l'emploi continue quoique modeste au premier trimestre 2014 et au début du deuxième trimestre (cf. graphique 54). Les indicateurs prospectifs font également état d'une légère amélioration de la situation sur le marché du travail.

La productivité du travail par personne employée a continué d'augmenter, de 1,0 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2013, après 0,6 % au troisième trimestre (cf. graphique 55). La productivité par heure travaillée s'est inscrite en hausse de 0,8 %, en ligne avec la croissance nulle affichée par le nombre total d'heures travaillées et la modeste progression de l'emploi. La croissance de la productivité devrait être restée stable, ou s'être un peu accrue, au premier trimestre 2014, la croissance de l'emploi ayant légèrement commencé à réagir à la reprise en cours de l'activité économique.

Conformément aux évolutions de l'emploi, le taux de chômage dans la zone euro a commencé à s'inscrire en légère baisse (cf. graphique 56). Après une diminution de 0,1 point de pourcentage au premier trimestre 2014, ce taux a poursuivi son recul en avril, de 0,1 point de pourcentage, à 11,7 %. Malgré les importantes différences de niveau qui persistent, le fait que ces récentes baisses aient été relativement généralisées à l'ensemble des groupes d'âge constitue un signe encourageant. Toutefois, en avril 2014, le taux de chômage global s'est établi à 1,9 point de pourcentage au-dessus de son point bas d'avril 2011, mais 0,3 point de pourcentage au-dessous de sa moyenne de 2013, à 12 %. À plus long terme, le taux de chômage devrait continuer de diminuer progressivement, mais à un rythme lent.

**Graphique 55 Productivité du travail par personne employée**

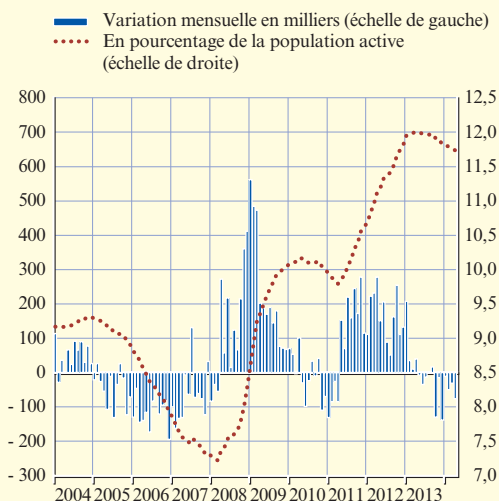
(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

**Graphique 56 Chômage**

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

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

Selon les données d'enquêtes les plus récentes, la croissance a été modérée également au deuxième trimestre 2014. Par la suite, la demande intérieure devrait continuer d'être soutenue par une série de facteurs tels que l'orientation accommodante de la politique monétaire, les effets de l'amélioration en cours des conditions de financement sur l'économie réelle, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles et l'accroissement du revenu disponible réel sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie. Cela étant, même si les marchés du travail ont montré de nouveaux signes d'une 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 avril, 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.

Ce scénario prévoyant une reprise modérée ressort également des projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui font ressortir une hausse du PIB annuel en volume de 1,0 % en 2014, de 1,7 % en 2015 et de 1,8 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2014 réalisées par les services de la BCE, la prévision de croissance du PIB en volume pour 2014 a été revue à la baisse et la projection pour 2015 a été revue à la hausse (cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème*).

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés 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. D'autres risques à la baisse ont trait à une demande intérieure plus faible que prévu et à une mise en œuvre insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro, ainsi qu'à une croissance moins forte des exportations.

## 5 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

*Les projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une poursuite de la réduction du déficit budgétaire de la zone euro, même si le rythme de l'ajustement budgétaire structurel devrait se ralentir. Le ratio de dette publique de la zone euro devrait encore augmenter jusqu'en 2014, avant de diminuer en 2015 pour la première fois depuis le début de la crise économique et financière. L'assainissement budgétaire considérable réalisé ces dernières années porte de plus en plus ses fruits, comme le montre la recommandation de la Commission européenne du 2 juin 2014 d'abroger les procédures concernant les déficits excessifs (PDE) pour la Belgique, les Pays-Bas, l'Autriche et la Slovaquie. En dépit de ces évolutions positives, plusieurs pays faisant toujours l'objet d'une PDE risquent de ne pas respecter les délais impartis pour corriger leurs déficits excessifs et doivent intensifier leur ajustement afin de se conformer pleinement aux recommandations de leurs PDE respectives. À plus long terme, dans la mesure où de plus en plus de pays sortent du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) et entrent dans le volet préventif, il sera important de garantir la poursuite des avancées vers les objectifs budgétaires à moyen terme et des niveaux de dette plus sûrs. À cet égard, les conseils budgétaires, qui ont pour la plupart été mis en place récemment, peuvent jouer un rôle important pour favoriser l'appropriation nationale des règles budgétaires européennes dans les différents pays de la zone euro.*

### ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES EN 2013 ET AU-DELÀ

Selon les chiffres notifiés à Eurostat dans le cadre de la PDE au printemps 2014, le déficit des administrations publiques de la zone euro a continué de diminuer, s'établissant à 3,0 % du PIB en 2013, contre 3,7 % en 2012 (cf. tableau 12). La baisse du ratio de déficit est imputable pour moitié environ à une moindre incidence du soutien public aux institutions financières. Outre ce facteur, l'amélioration a principalement résulté d'une augmentation des recettes liée au PIB.

La dette des administrations publiques de la zone euro a continué d'augmenter en 2013, atteignant 95 % du PIB, soit 2,3 points de pourcentage de plus qu'en 2012 (cf. tableau 12). Cette augmentation est principalement imputable à un écart taux d'intérêt/taux de croissance défavorable et aux charges d'intérêts, tandis que les contributions du déficit primaire et de l'ajustement stocks-flux ont été limitées.

Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème prévoient, sur la base d'une hypothèse de politiques inchangées, que le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro continuera de se réduire, même si le rythme de l'ajustement budgétaire structurel devrait se ralentir<sup>1</sup>. Le ratio de déficit rapporté au PIB devrait revenir à 2,5 % en 2014 et diminuer encore légèrement en 2015, pour s'établir à 2,3 %. Cette évolution est conforme aux prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne (cf. tableau 12), qui prévoient que la réduction du déficit budgétaire reposera entièrement sur les dépenses. Sur l'horizon de prévision, le ratio des dépenses rapportées au PIB devrait diminuer de 1,2 point de pourcentage comparé à 2013, s'établissant à 48,7 % en 2015, dépassant ainsi nettement la baisse attendue des recettes. Le ratio des recettes rapportées au PIB devrait légèrement fléchir pour ressortir à 46,5 % en 2015, reflétant la fin des relèvements temporaires de la fiscalité et de nouveaux plans limités de réductions d'impôts.

Selon les projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio de dette publique de la zone euro devrait continuer d'augmenter jusqu'en 2014, avant de diminuer en 2015 pour la première fois depuis le début de la crise économique et financière. Les prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne prévoient que le ratio de dette publique devrait atteindre 96 % du PIB en 2014, en raison de l'effet d'accroissement de la dette lié à l'ajustement

<sup>1</sup> Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de juin 2014 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* du présent *Bulletin mensuel*.

**Tableau 12 Évolutions budgétaires dans la zone euro**

(en pourcentage du PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015
a. Recettes totales	45,3	46,2	46,8	46,7	46,5
b. Dépenses totales	49,5	49,9	49,8	49,2	48,7
dont :					
c. Paiements d'intérêts	3,1	3,1	2,9	2,9	2,9
d. Dépenses primaires (b - c)	46,4	46,8	46,9	46,3	45,9
Solde budgétaire (a - b)	- 4,1	- 3,7	- 3,0	- 2,5	- 2,3
Solde primaire (a - d)	- 1,1	- 0,6	- 0,1	0,4	0,6
Solde budgétaire corrigé du cycle	- 3,5	- 2,5	- 1,4	- 1,1	- 1,3
Solde budgétaire structurel	- 3,5	- 2,1	- 1,3	- 1,1	- 1,2
Endettement brut	88,1	92,7	95,0	96,0	95,4
Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage)	1,6	- 0,7	- 0,4	1,2	1,7

Sources : Eurostat, prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne et calculs de la BCE

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro. Les chiffres pour 2014 et 2015 sont des prévisions. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

stocks-flux et du niveau élevé des charges d'intérêts, puis revenir à 95,4 % en 2015<sup>2</sup>. La diminution du ratio de dette s'explique principalement par la hausse attendue de l'excédent primaire, l'incidence défavorable du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance devenant très faible.

### ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES DANS UNE SÉLECTION DE PAYS

Le nombre croissant de pays sortant de leur PDE témoigne des progrès continus réalisés par les pays de la zone euro en matière de réduction de leurs déséquilibres budgétaires. Ces dernières années, la Finlande tout d'abord, puis l'Allemagne, l'Italie et la Lettonie ont réalisé une correction durable de leurs déficits excessifs. Le 2 juin 2014, la Commission européenne a recommandé l'abrogation des PDE pour la Belgique, l'Autriche et la Slovaquie (pays pour lesquels la date limite pour la correction des déficits excessifs était fixée à 2013), ainsi que pour les Pays-Bas, un an avant la date butoir de 2014, ces pays ayant effectué des progrès importants dans la correction de leurs déficits excessifs. En outre, Malte devrait réussir une correction durable de son déficit excessif à l'échéance de 2014.

Toutefois, six ans après le début de la crise financière, de nombreux pays n'ont pas encore corrigé leur déficit excessif, en dépit des dates butoirs fixées par les PDE, qui ont été considérablement repoussées dans certains cas. En particulier, plusieurs pays pour lesquels les échéances sont fixées à 2015 (et au-delà) risquent de ne pas atteindre les objectifs de la PDE. Selon les prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne, l'Irlande, la France et la Slovénie, qui ont toutes une échéance fixée à 2015, devraient enregistrer des déficits budgétaires supérieurs à la valeur de référence de 3 % cette année-là (cf. tableau 13). Face au risque que la France et la Slovénie ne respectent pas leurs engagements au titre de la PDE, la Commission européenne a utilisé les nouveaux pouvoirs qui lui sont conférés par le cadre de gouvernance économique renforcé de l'UE et leur a adressé, le 5 mars, des recommandations autonomes, conformément à l'article 11(2) du règlement (UE) n° 473/2013 (qui fait partie du « *two-pack* »), les invitant à prendre les mesures nécessaires pour corriger les déficits excessifs dans les délais requis. Le 2 juin, la Commission a déclaré qu'elle considérait que la France avait globalement répondu aux recommandations autonomes et que la Slovénie l'avait fait partiellement. La Commission a recommandé des mesures supplémentaires allant au-delà de celles mentionnées dans les programmes de stabilité de ces pays, mais s'est abstenue de durcir leurs PDE.

S'agissant des pays soumis au volet préventif du PSC, les efforts structurels marquent le pas. Selon les prévisions du printemps 2014 de la Commission, dans les pays qui n'ont pas encore atteint leur

<sup>2</sup> Le ratio de dette est plus élevé dans les prévisions de la Commission européenne que dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème. Alors que la première publie les données relatives à la dette sur une base non consolidée, les projections de l'Eurosystème corrigent l'agrégat de la zone euro des prêts intergouvernementaux, conformément à la pratique suivie par Eurostat.

objectif à moyen terme, l'effort structurel est insuffisant au regard des exigences du volet préventif du PSC (qui fixe comme référence une amélioration annuelle du solde structurel de 0,5 % du PIB) pour atteindre l'objectif à moyen terme dans les délais impartis. Certains des pays soumis au volet préventif qui ont des ratios de dette publique supérieurs à 60 % du PIB risquent de ne pas respecter la valeur de référence fixée pour la dette. Celle-ci exige, après une période de transition durant laquelle les exigences sont moins élevées, que la part de la dette publique qui dépasse 60 % du PIB soit réduite de 1/20ème en moyenne sur trois ans.

Les évolutions budgétaires récentes et les perspectives de réalisation des objectifs budgétaires définis dans les programmes de stabilité actualisés sont présentées ci-après pour les principaux pays de la zone euro et pour ceux faisant l'objet d'un programme d'ajustement UE/FMI ou ayant récemment conclu un tel programme.

En Allemagne, le solde budgétaire des administrations publiques a été équilibré en 2013 et le ratio de dette a sensiblement baissé, revenant à 78,4 % du PIB, un résultat plus favorable que l'objectif fixé dans le programme de stabilité actualisé de 2013 du pays. D'après le programme de stabilité actualisé de 2014 et le projet de plan budgétaire révisé du 8 avril 2014, les objectifs du gouvernement sont globalement inchangés et prévoient un budget équilibré en termes nominaux de 2014 à 2016 et des excédents à hauteur de 0,5 % du PIB en 2017 et 2018. En termes structurels, un excédent stable de 0,5 % du PIB est attendu. Le changement le plus important par rapport au programme de stabilité de l'année dernière est l'abaissement de la cible nominale pour 2016 (un budget équilibré au lieu d'un excédent de 0,5 % du PIB). Les plans du gouvernement allemand respectent pleinement les exigences de la règle nationale du « frein à l'endettement », l'objectif à moyen terme du pays et la référence pour la réduction de la dette publique.

En France, le déficit des administrations publiques a atteint 4,3 % du PIB en 2013, dépassant largement l'objectif révisé de 3,9 % fixé dans la PDE. Dans le programme de stabilité actualisé de 2014, les objectifs de déficit ont été relevés au-dessus des objectifs de la PDE pour 2014 (de 3,6 % du PIB à 3,8 %) et 2015 (de 2,8 % à 3 %). Dans ses projections du printemps 2014, la Commission européenne prévoit un déficit de 3,9 % du PIB en 2014 et de 3,4 % en 2015, soit nettement au-dessus des objectifs de la PDE. De même, l'amélioration cumulée du solde structurel sur la période 2013-2015 devrait être nettement insuffisante par rapport à l'exigence fixée dans la recommandation PDE de juin 2013 (1,8 point de pourcentage du PIB au lieu de 2,9 points de pourcentage). Par conséquent, il existe un risque clair que la date butoir de 2015 fixée pour la correction du déficit excessif ne soit pas respectée, à moins que des mesures supplémentaires ne soient définies et mises en œuvre rapidement. Au vu de cela, la Commission européenne a appelé le 2 juin à un renforcement de la stratégie budgétaire en 2014 et au-delà. De plus, le ratio de la dette publique devrait demeurer sur une tendance haussière jusqu'à la fin de l'horizon de projection de la Commission, atteignant 96,6 % du PIB en 2015.

En Italie, le ratio de déficit est resté inchangé en 2013, à 3 %, tandis que le ratio de la dette publique a atteint 132,6 %. Dans son programme de stabilité actualisé 2014, le gouvernement a sensiblement relevé l'objectif de déficit pour 2014 (le portant à 2,6 % du PIB contre 1,8 % dans le programme de stabilité actualisé 2013), tandis qu'il a laissé l'objectif pour 2015 globalement inchangé, à 1,8 % du PIB. Les prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne tablent sur une diminution progressive du ratio de déficit en 2014 (2,6 %) et en 2015 (2,2 %). Le gouvernement a également reporté la réalisation de son objectif à moyen terme de 2014 à 2016. L'effort structurel planifié est insuffisant par rapport aux exigences du volet préventif du PSC en 2014, tandis qu'il les respecterait globalement en 2015. L'Italie se trouve dans une période de transition de trois ans (2013-2015) pour respecter la référence fixée pour la dette, qui, selon les prévisions du printemps 2014 de la

**Tableau 13 Objectifs budgétaires et perspectives dans les pays de la zone euro faisant l'objet d'une procédure de déficit excessif**

(en pourcentage du PIB)

Pays	Année	Solde budgétaire global			Recommandation de la PDE		Effort structurel		Prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne	
		Objectif	Programme de stabilité	Prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne	Annuel	Cumulé	Annuel	Cumulé	Annuel	Cumulé
<b>Échéance 2014 de la PDE</b>										
MT	2013	-3,4	-2,8	-2,8	0,7	–	–	–	1,0	–
	2014 <sup>1)</sup>	-2,7	-2,1	-2,5	0,7	1,4	0,5	–	0,1	1,1
	2015	–	-1,6	-2,5	–	–	0,5	–	-0,1	1,0
	2016	–	-0,7	–	–	–	0,8	–	–	–
	2017	–	-0,3	–	–	–	0,5	–	–	–
	2018	–	–	–	–	–	–	–	–	–
<b>Échéance 2015 de la PDE</b>										
FR	2013	-3,9	-4,3	-4,3	1,3	–	1,1	–	0,8	–
	2014	-3,6	-3,8	-3,9	0,8	2,1	0,8	1,9	0,6	1,5
	2015	-2,8	-3,0	-3,4	0,8	2,9	0,9	2,7	0,4	1,8
	2016	–	-2,2	–	–	–	0,4	–	–	–
	2017	–	-1,3	–	–	–	0,5	–	–	–
	2018	–	–	–	–	–	–	–	–	–
SI	2013	-4,9	-14,7	-14,7	0,7	–	-0,1	–	0,2	–
	2014	-3,3	-4,1	-4,3	0,5	1,2	0,6	0,5	0,0	0,2
	2015	-2,5	-2,4	-3,1	0,5	1,7	0,5	1,0	0,2	0,4
	2016	–	-1,5	–	–	–	0,5	1,5	–	–
	2017	–	-0,7	–	–	–	0,3	1,8	–	–
	2018	–	0,3	–	–	–	0,6	2,4	–	–
PT	2013	-5,5	-4,9	-4,9	0,6	–	–	–	0,8	–
	2014	-4,0	-4,0	-4,0	1,4	2,0	0,7	–	–	–
	2015	-2,5	-2,5	-2,5	0,5	2,5	0,8	–	–	–
	2016	–	-1,5	–	–	–	0,5	–	–	–
	2017	–	-0,7	–	–	–	0,3	–	–	–
	2018	–	0,0	–	–	–	0,3	–	–	–
IE	2013	-7,5	-7,2	-7,2	–	5,7	–	–	1,7	3,0
	2014	-5,1	-4,8	-4,8	–	7,6	1,5	–	1,7	4,7
	2015	-2,9	-2,9	-4,2	–	9,5	1,9	–	0,4	5,0
	2016	–	-2,2	–	–	–	0,7	–	–	–
	2017	–	-1,2	–	–	–	0,9	–	–	–
	2018	–	0,0	–	–	–	1,2	–	–	–
<b>Échéance 2016 de la PDE</b>										
CY	2013	-6,5	–	-5,4	1,3	–	–	–	3,1	–
	2014	-8,4	–	-5,8	0,3	1,6	–	–	-0,5	2,6
	2015	-6,3	–	-6,1	0,7	2,3	–	–	-0,3	2,3
	2016	–	–	–	1,8	4,1	–	–	–	–
	2017	–	–	–	–	–	–	–	–	–
	2018	–	–	–	–	–	–	–	–	–
ES	2013	-6,5	-7,1	-7,1	1,1	–	–	–	1,3	–
	2014	-5,8	-5,5	-5,6	0,8	1,9	0,7	–	0,4	1,7
	2015	-4,2	-4,2	-6,1	0,8	2,7	0,3	–	-1,1	0,7
	2016	-2,8	-2,8	–	1,2	3,9	0,5	–	–	–
	2017	–	-1,1	–	–	–	0,6	–	–	–
	2018	–	–	–	–	–	–	–	–	–
GR	2013	-5,4	–	-12,7	2,0	–	–	–	3,0	–
	2014	-4,5	–	-1,6	-0,3	1,7	–	–	-1,0	2,0
	2015	-3,4	–	-1,0	-0,4	1,3	–	–	-1,4	0,6
	2016	–	–	–	–	–	–	–	–	–
	2017	–	–	–	–	–	–	–	–	–
	2018	–	–	–	–	–	–	–	–	–

Tableau 13 Objectifs budgétaires et perspectives dans les pays de la zone euro faisant l'objet d'une procédure de déficit excessif (suite)

Pays	Année	Solde budgétaire global			Recommandation de la PDE		Effort structurel		Prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne	
		Objectif	Programme de stabilité	Prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne	Annuel	Cumulé	Programme de stabilité		Annuel	Cumulé
							Annuel	Cumulé		
<b>Abrogation potentielle de la PDE</b>										
BE	2013	-2,7	-2,6	-2,6	1,0	–	–	–	0,7	–
	2014	–	-2,2	-2,6	–	–	0,5	0,5	0,0	0,7
	2015	–	-1,4	-2,8	–	–	0,7	1,2	-0,2	0,5
	2016	–	-0,4	–	–	–	0,7	1,9	–	–
	2017	–	0,6	–	–	–	0,7	2,6	–	–
	2018	–	–	–	–	–	–	–	–	–
AT	2013	-2,9	-1,5	-1,5	0,8	2,3	–	–	0,5	2,1
	2014	–	-2,7	-2,8	–	–	0,1	0,1	-0,1	2,0
	2015	–	-1,4	-1,5	–	–	0,1	0,2	0,1	2,1
	2016	–	-0,7	–	–	–	0,5	0,7	–	–
	2017	–	-0,6	–	–	–	0,0	0,7	–	–
	2018	–	-0,5	–	–	–	0,1	0,8	–	–
SK	2013	≥ -3,0	-2,8	-2,8	1,0	4,0	–	–	2,0	5,9
	2014	–	-2,6	-2,9	–	–	-0,3	-0,3	-0,2	5,7
	2015	–	-2,5	-2,8	–	–	0,4	0,1	0,4	6,1
	2016	–	-1,6	–	–	–	0,5	0,6	–	–
	2017	–	-0,5	–	–	–	0,6	1,2	–	–
	2018	–	–	–	–	–	–	–	–	–
NL	2013	-3,6	-2,5	-2,5	0,6	–	1,5	–	1,4	–
	2014	-2,8	-2,9	-2,8	0,7	1,3	-0,1	1,4	0,0	1,4
	2015	–	-2,1	-1,8	–	–	0,4	–	0,5	1,9
	2016	–	-1,9	–	–	–	-0,3	–	–	–
	2017	–	-1,4	–	–	–	0,1	–	–	–
	2018	–	–	–	–	–	–	–	–	–

Source : Prévisions économiques du printemps 2014 de la Commission européenne, programmes de stabilité 2014 actualisés et calculs de la BCE.  
1) Les chiffres incluent le budget 2014.

Commission, exige un ajustement structurel linéaire annuel minimum de 0,7 % du PIB jusqu'à la fin de cette période. Le 2 juin, la Commission européenne a indiqué que l'Italie devait renforcer ses mesures budgétaires pour 2014, compte tenu de l'écart qui apparaît par rapport aux exigences du PSC, notamment la référence fixée pour la dette. À plus long terme, il est important que les efforts d'assainissement de l'Italie soient intensifiés afin de garantir des progrès suffisants vers la réalisation de l'objectif à moyen terme et le respect de la référence fixée pour la dette, placer le ratio élevé de la dette publique sur une trajectoire baissière constituant la priorité.

En Espagne, le ratio de déficit public par rapport au PIB s'est établi à 7,1 % en 2013, contre 10,6 % en 2012. En excluant les transferts en capital liés aux mesures de soutien aux institutions financières, ce ratio est revenu de 6,8 % à 6,6 %, soit légèrement au-dessus de la cible fixée dans la PDE (6,5 %). Dans le programme de stabilité actualisé 2014, le gouvernement a abaissé l'objectif de déficit pour 2014 (5,5 % du PIB au lieu de 5,8 %), tout en maintenant les cibles définies dans la recommandation PDE pour 2015 (4,2 %) et 2016 (2,8 %). Selon les prévisions du printemps 2014 de la Commission européenne, le ratio de déficit devrait revenir à 5,6 % du PIB en 2014 mais remonter ensuite pour atteindre 6,1 % en 2015. Le 2 juin, la Commission européenne a déclaré que la stratégie budgétaire devait être renforcée à compter de 2014, notamment en détaillant clairement les mesures sous-jacentes pour 2015 et au-delà, afin de garantir une correction durable du déficit excessif d'ici 2016. Les plans budgétaires figurant dans le programme de stabilité sont fondés sur l'hypothèse selon laquelle la croissance économique continuera de s'accélérer, les coûts directs de la

réforme fiscale imminente seront compensés par un effet comportemental positif sur l'évolution des assiettes fiscales et les économies réalisées grâce aux réformes en cours (notamment une réforme des administrations locales) seront importantes. À plus long terme, il est important que les programmes d'assainissement à moyen terme soient pleinement respectés, afin de placer le ratio de la dette publique sur une trajectoire baissière et ainsi de renforcer encore la confiance des marchés financiers.

La Grèce a dégagé un excédent primaire de 0,8 % du PIB en 2013 (d'après la définition du programme d'ajustement économique UE/FMI, qui ne tient pas compte des coûts du soutien au secteur financier), dépassant ainsi l'objectif fixé par le programme de parvenir à un solde primaire équilibré. En revanche, les résultats enregistrés pour 2013 au titre des soldes primaire et global fixés dans le cadre de la PDE se sont considérablement détériorés (- 8,7 % et - 12,7 % du PIB, respectivement), reflétant pour l'essentiel les coûts importants liés au soutien du secteur financier (10,6 % du PIB). À l'issue du quatrième examen du deuxième programme d'ajustement économique, la Grèce est en bonne voie pour atteindre l'objectif d'un excédent primaire de 1,5 % du PIB en 2014. Il existe toutefois des écarts budgétaires pour les années suivantes, pour lesquelles des objectifs d'excédent primaire plus ambitieux ont été fixés (3,0 % du PIB en 2015 et 4,5 % du PIB en 2016). Dans le cadre de la récente actualisation de sa stratégie budgétaire à moyen terme (2015-2018), le gouvernement s'est engagé à remplir ces objectifs et à prolonger, s'il y a lieu, les mesures venant à expiration.

Au Portugal, le ratio de déficit est revenu à 4,9 % du PIB en 2013, après 6,4 % en 2012. À l'occasion de la douzième et dernière mission d'examen menée par des équipes d'experts de la Commission européenne, de la BCE et du FMI, les autorités portugaises ont recensé des mesures d'assainissement supplémentaires qui leur permettraient d'atteindre l'objectif d'un déficit de 2,5 % en 2015 et de corriger le déficit excessif avant la date butoir. D'après le document de stratégie budgétaire pour 2014 publié fin avril, ces mesures représentent 0,8 % du PIB en 2015, et sont principalement axées sur le volet des dépenses. Par la suite, le 30 mai, la Cour constitutionnelle portugaise a jugé inconstitutionnelles les mesures d'assainissement dont l'incidence sur les résultats budgétaires devrait représenter environ 0,4 % du PIB en 2014, avec d'éventuelles répercussions en 2015. Pour l'avenir, le Portugal doit veiller à ce que des progrès continus soient accomplis en matière d'assainissement budgétaire afin de garantir une réduction rapide de son ratio de dette publique brute toujours élevé, qui s'est établi à 129 % du PIB en 2013.

En Irlande, le déficit des administrations publiques s'est inscrit en baisse, à 7,2 % du PIB en 2013, soit un niveau très inférieur à l'objectif de 7,5 % du PIB. Les objectifs de 4,8 % du PIB en 2014 et de 2,9 % du PIB en 2015 fixés pour le ratio de déficit dans le programme de stabilité actualisé de 2014 sont inchangés par rapport au programme de stabilité de l'année dernière. Selon la prévision du printemps 2014 de la Commission européenne, le déficit diminuera pour ressortir à 4,7 % du PIB en 2014 et à 4,2 % du PIB en 2015, de sorte que, en dépit de la réalisation de l'objectif fixé pour 2014 dans la PDE, la date butoir de 2015 pour la correction du déficit excessif risque de ne pas être du tout respectée en l'absence de nouvelles mesures d'assainissement. Selon le programme de stabilité actualisé de 2014, des mesures représentant environ 2 milliards d'euros (1,2 % du PIB) qu'il reste cependant encore à définir (au plus tard, dans le cadre de la loi de finances de 2015), seront nécessaires pour atteindre l'objectif de déficit pour 2015. La Commission prévoit que le ratio de dette des administrations publiques diminue progressivement, pour revenir d'un point haut de 123,7 % du PIB en 2013 à 120 % du PIB en 2015.

À Chypre, le déficit des administrations publiques a représenté 5,4 % du PIB en 2013 et l'objectif d'un déficit primaire de 3,6 % du PIB fixé dans le programme d'ajustement UE/FMI a été dépassé de 1,6 point de pourcentage. Dans sa prévision de printemps 2014, la Commission européenne prévoit



un creusement du déficit budgétaire, à 5,8 % du PIB en 2014 et à 6,1 % du PIB en 2015. Après la publication de cette prévision, la quatrième mission d'examen menée dans le cadre du programme d'ajustement UE/FMI a conclu que les objectifs budgétaires pour le premier trimestre 2014 ont été atteints avec une marge confortable, reflétant des résultats meilleurs qu'attendu du point de vue des recettes et une exécution prudente du budget. Le programme fixe un objectif de déficit des administrations publiques de 2,8 % du PIB en 2016, conformément à la date butoir fixée dans la PDE pour Chypre, et d'excédent primaire de 4 % du PIB d'ici à 2018, afin de placer la dette publique sur une trajectoire durablement baissière.

### DÉFIS EN MATIÈRE DE POLITIQUES BUDGÉTAIRES

En dépit des progrès substantiels réalisés en termes d'assainissement budgétaire, de nouveaux efforts d'ajustement sont nécessaires pour garantir la viabilité des finances publiques dans la zone euro. Plusieurs pays font encore l'objet d'une PDE, et certains risquent de ne pas avoir corrigé leurs déficits excessifs dans les délais impartis, en dépit des reports consentis l'année dernière. Compte tenu de l'amélioration des perspectives macroéconomiques, aucune raison ne justifie de retarder davantage la correction des déficits excessifs. Au contraire, les pays doivent, lorsque cela est nécessaire, accroître leurs efforts budgétaires afin de répondre aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance.

Étant donné qu'un nombre de plus en plus important de pays sortent de la PDE et sont désormais soumis au volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, il sera important qu'ils atteignent les objectifs à moyen terme dans les délais qu'ils se sont engagés à respecter. À cet égard, le fait que l'assainissement structurel sera, selon les prévisions, quasiment interrompu en 2014 et en 2015 est préoccupant, dans la mesure où les exigences du Pacte de stabilité et de croissance ne seraient clairement pas respectées. Selon la prévision du printemps 2014 de la Commission européenne, aucun des pays n'ayant pas encore atteint leur objectif à moyen terme ne devrait respecter l'exigence d'une réduction d'au moins 0,5 % du PIB par an du solde structurel. Dans un contexte d'atténuation des tensions sur les marchés et de reprise économique, il sera difficile de maintenir les efforts d'assainissement budgétaire à moyen terme. À cet égard, il convient de garder à l'esprit les leçons tirées des périodes précédant les crises, à savoir que les phases de conjoncture favorable doivent servir à constituer des volants budgétaires suffisants pour faire face aux périodes plus difficiles. De fait, le niveau de la dette des administrations publiques demeure élevé dans plusieurs pays et n'est pas encore orienté à la baisse. En outre, le montant parfois très important des engagements conditionnels explicites menace la soutenabilité à long terme des finances publiques d'un certain nombre de pays.

Compte tenu, tout particulièrement, de l'accentuation des tensions pesant sur les dépenses à long terme en raison du vieillissement de la population, les stratégies d'assainissement budgétaire doivent être axées sur la réduction des dépenses publiques tout en maintenant les dépenses productives. À cette fin, elles doivent préserver les dépenses publiques axées sur les activités favorisant la croissance, telles que l'éducation, la recherche et le développement et les infrastructures. Dans le même temps, un examen des dépenses peut accroître leur efficacité dans certains domaines et permettre de mieux cibler les dépenses sociales. Une grande priorité doit être accordée aux mesures permettant d'accroître l'efficacité des services publics, d'améliorer le caractère soutenable des dépenses sociales (notamment les prestations au titre du chômage, de la retraite et de la santé) et de réduire la masse salariale publique. S'agissant du volet des recettes publiques, les réformes doivent réduire les effets de distorsion de la fiscalité et l'évasion fiscale. Certains pays semblent encore disposer d'une marge de manœuvre suffisante pour orienter leurs structures fiscales vers une plus grande taxation indirecte des biens immobiliers et de l'énergie. Des efforts doivent également être consacrés à l'élimination des exonérations fiscales non justifiées et à l'élargissement des assiettes fiscales. Toute réforme fiscale visant à réduire la charge budgétaire afin d'accroître les incitations à travailler doit être solidement

financée. En outre, dans de nombreux pays, la poursuite de l'amélioration du fonctionnement de l'administration fiscale pourrait engendrer des gains substantiels.

Les pays sont en train de concentrer leurs efforts sur l'ajustement de leurs cadres budgétaires nationaux conformément au cadre renforcé de gouvernance de l'UE. La Commission européenne effectuera une analyse minutieuse et annoncera au second semestre de cette année si les obligations juridiques du pacte budgétaire ont été transposées dans leur intégralité dans la législation nationale. De plus, d'après le *two-pack* (règlement 473/2013), les pays de la zone euro sont tenus de mettre en place un organisme indépendant, ou conseil budgétaire, ayant pour mission de surveiller le respect des règles budgétaires nationales et, le cas échéant, d'évaluer la nécessité d'activer le mécanisme de correction. S'ils sont totalement indépendants, dotés d'un mandat large et capables d'exercer une pression sur leurs pairs, les conseils budgétaires ont vocation à jouer un rôle important dans le renforcement de la discipline budgétaire et dans l'accroissement de l'appropriation nationale des règles budgétaires européennes. Dans tous les pays de la zone euro, un conseil budgétaire est soit déjà en place soit en cours d'établissement, mais leurs caractéristiques varient néanmoins d'un pays à l'autre, ce qui peut dans certains cas susciter des préoccupations quant à leur efficacité à encourager la discipline budgétaire (cf. encadré 8).

#### Encadré 8

#### CONSEILS BUDGÉTAIRES DANS LES PAYS DE L'UE

Le cadre récemment renforcé de gouvernance budgétaire de l'UE a notamment élargi le rôle et les missions des autorités nationales de surveillance budgétaire dans le but de renforcer la discipline budgétaire et d'accroître l'appropriation nationale des règles budgétaires de l'UE<sup>1</sup>. Les conseils budgétaires se définissent généralement comme des institutions publiques indépendantes ayant vocation à renforcer les engagements en faveur de finances publiques viables. Selon le paquet de réformes dit *two-pack*<sup>2</sup>, les pays de la zone euro doivent disposer d'un organisme indépendant, comme un conseil budgétaire par exemple, chargé de surveiller le respect des règles budgétaires chiffrées et, le cas échéant, d'évaluer la nécessité d'activer le mécanisme de correction prévu par le pacte budgétaire<sup>3</sup>. De plus, des projections macroéconomiques doivent être produites ou approuvées par un organisme indépendant, qui ne soit pas nécessairement le conseil budgétaire. Le délai pour la mise en place d'un conseil budgétaire a été fixé à octobre 2013.

L'obligation de disposer d'un conseil budgétaire constitue une avancée majeure dans le renforcement des cadres budgétaires nationaux. L'expérience en matière d'organismes indépendants de ce type, quoique encore limitée, montre que ces derniers peuvent améliorer la discipline budgétaire grâce à la surveillance du respect par les autorités nationales des objectifs budgétaires, à l'évaluation critique du caractère approprié de l'élaboration de la politique budgétaire et, en leur qualité de voix indépendante, par le biais des recommandations qu'ils formulent sur des questions spécifiques de politique budgétaire<sup>4</sup>.

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

2 Cf. le Journal Officiel de l'Union européenne, JO L 140, 27.05.2013, ainsi que l'encadré intitulé *Les deux règlements du paquet législatif (two-pack) visant à renforcer la gouvernance économique dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'avril 2013.

3 Les exigences relatives aux conseils budgétaires sont définies principalement dans le *two-pack*, qui porte uniquement sur les pays de la zone euro. Cependant, le pacte budgétaire contient également des références aux conseils budgétaires qui concernent l'ensemble des parties contractantes, tout comme les principes communs de la Commission européenne, qui ont été publiés en juin 2012.

4 Cf., par exemple, X. Debrun, D. Hauner, et M.S. Kumar, *Independent Fiscal Agencies, Journal of Economic Surveys*, vol. 23, 2009, pour une évaluation de l'incidence des règles budgétaires et des conseils budgétaires sur les performances dans ce domaine, selon laquelle les conseils budgétaires tendent à avoir une incidence positive sur les performances budgétaires par l'introduction ou une meilleure application des règles budgétaires. Cf. *The functions and impact of fiscal councils*, FMI, 2013, pour une analyse de la corrélation entre certaines des caractéristiques principales des conseils budgétaires, telles que l'indépendance (fonctionnelle) et une stratégie de communication efficace, et l'amélioration des performances budgétaires.

D'une manière générale, pour que les conseils budgétaires aient une influence positive sur l'élaboration de la politique budgétaire, les quatre éléments suivants sont essentiels. Les conseils budgétaires doivent : a) être strictement indépendants vis-à-vis de toute ingérence politique afin de se forger ou de conserver une crédibilité institutionnelle ; b) disposer d'un mandat large, qui les autorise également à procéder à leurs propres évaluations ; c) disposer de ressources suffisantes pour pouvoir s'acquitter de leur mandat ; et d) avoir la possibilité de se faire entendre publiquement pour pouvoir, s'il y a lieu, mobiliser efficacement l'opinion publique afin de contrer toute incitation des pouvoirs publics à mener une politique budgétaire inappropriée. Les exigences définies dans le *two-pack* répondent globalement à ces critères.

Le présent encadré décrit les efforts que les États membres de l'UE ont récemment accomplis pour la mise en place de conseil budgétaires, et les formes spécifiques que ces derniers revêtent.

#### De nombreux conseils budgétaires ont été mis en place récemment

Aujourd'hui, dix-neuf États membres de l'UE disposent d'un conseil budgétaire opérationnel, soit presque quatre fois plus qu'en 2007. Parmi ces pays, treize ont récemment mis en place un nouveau conseil budgétaire (cf. tableau). Dans cinq pays, le mandat des institutions publiques existantes (dans la plupart des cas, un conseil budgétaire) a été élargi pour tenir compte des exigences définies dans le cadre budgétaire renforcé.

Le nombre de conseils budgétaires opérationnels est appelé à augmenter encore au cours des prochains mois. Dans plusieurs pays, soit la création d'un conseil budgétaire a déjà été votée (mais le processus de mise en place de cet organe n'est pas encore finalisé et les membres qui le composent sont en cours de recrutement), soit un projet de loi est actuellement en cours d'élaboration ou d'examen. La République tchèque et la Pologne sont les seuls États membres de l'UE à n'avoir pris, à ce jour, aucune initiative législative concrète en vue de mettre en place une autorité de surveillance budgétaire ; ces deux pays ne sont pas soumis aux règlements *two-pack*.

Dans la plupart des pays, les conseils budgétaires sont des institutions publiques indépendantes, distinctes, dotées de leurs propres missions et d'un degré d'autonomie fonctionnelle défini par la législation nationale. Dans quelques pays, cependant, les conseils budgétaires sont rattachés à une autre institution publique, telle que la banque centrale, le bureau d'audit national ou le Parlement (cf. tableau). En outre, dans certains pays, les différentes missions sont confiées à diverses institutions publiques indépendantes, comme en Belgique, aux Pays-Bas et en Autriche, où une institution indépendante distincte est chargée d'établir des projections macroéconomiques.

#### Quel est le mandat des conseils budgétaires de l'UE ?

Le mandat des conseils budgétaires diffère considérablement d'un pays de l'UE à l'autre. Les conseils budgétaires des pays de la zone euro n'ont pas tous, semble-t-il, des mandats totalement conformes aux exigences définies dans le *two-pack* (qui n'est pas contraignant pour les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro). Dans la plupart des pays, le mandat du conseil budgétaire est généralement axé sur la surveillance du respect des règles budgétaires. Dans moins de la moitié des États membres de l'UE, les conseils budgétaires jouent également un rôle de surveillance ou d'évaluation de l'activation du mécanisme de correction, tel que défini dans le pacte budgétaire, en cas d'écart important par rapport aux règles budgétaires.

## Vue d'ensemble des conseils budgétaires dans l'Union européenne et leurs mandats

	Nom	Année de mise en place <sup>1)</sup>	Institution de rattachement <sup>2)</sup>	Respect des règles budgétaires	Mécanisme de correction	Mandat			Nomination <sup>4)</sup>	Conformité ou explication
						Projections macroéconomiques Produites <sup>3)</sup>	Approuvées	Évaluées <sup>3)</sup>		
Belgique	Conseil supérieur des finances	2014 [1989]		x	x	s			G	x
Bulgarie		projet		x	x				P	
République tchèque	--									
Danemark	Conseil économique danois	2014 [1962]		x		x			G	x
Allemagne	Conseil de stabilité/ Conseil d'experts indépendants	2013 [2010]		x					G/A	
Estonie	Conseil budgétaire	2014	Banque centrale	x	x		x		A	x
Irlande	Conseil budgétaire consultatif irlandais	2012		x			x		G	x
Grèce		projet		x						x
Espagne	Autorité indépendante de responsabilité budgétaire	2014		x	x		x		P	x
France	Haut Conseil des finances publiques	2013	Cour des comptes	x	x			x	P/A	x
Croatie	Comité de politique budgétaire	2013		x	x			x	P	x
Italie	Bureau du budget parlementaire	2014		x	x			x	P	x
Chypre	Conseil budgétaire	2014		x	x		x		G	
Lettonie	Conseil budgétaire	2014		x		x			P	
Lituanie		projet	Bureau d'audit national	x	x		x			x
Luxembourg	Conseil budgétaire	projet		x	x		x		P/G/A	
Hongrie	Conseil budgétaire	2008							A	
Malte	Conseil budgétaire	projet	Bureau d'audit national	x						
Pays-Bas	Autorité budgétaire indépendante	2014	Conseil d'État	x		s			G	x
Autriche	Conseil budgétaire consultatif	2013 [1970]	Banque centrale	x	x	s			G/A	
Pologne	--									
Portugal	Conseil des Finances publiques	2012		x	x				G/A	
Roumanie	Conseil budgétaire	2010		x	x		x		P	x
Slovénie		projet				s				
Slovaquie	Conseil de responsabilité budgétaire	2012			x				P	
Finlande	Bureau national d'audit	2013		x				s	G	x
Suède	Conseil de politique budgétaire	2007		x					G	
Royaume-Uni	Bureau pour la responsabilité budgétaire	2010		x		x			G	x

Source : SEBC

1) Année de création du conseil budgétaire ; elle figure entre crochets si le mandat a été élargi.

2) Dans le cas où le conseil budgétaire est rattaché à une autre institution publique, telle que la banque centrale, le bureau d'audit national, etc.

3) « s » figure lorsque l'évaluation a été effectuée par une institution séparée. Par exemple, en Belgique, aux Pays-Bas, en Autriche et en Slovénie, les projections macroéconomiques sont produites par une institution indépendante séparée, tandis qu'en Finlande l'évaluation est réalisée par une institution séparée.

4) La colonne « Nomination » se rapporte uniquement aux nominations des membres du conseil budgétaire ; « G » signifie qu'ils ont été désignés par le gouvernement/ministère, « P » par le Parlement et « A » par d'autres institutions, comme la banque centrale par exemple.

Toutefois, l'intervention des conseils budgétaires dans l'élaboration des projections macroéconomiques et budgétaires est moins répandue. C'est seulement dans certains pays que les conseils budgétaires ou des institutions indépendantes distinctes élaborent leurs propres prévisions macroéconomiques (cf. tableau)<sup>5</sup>, tandis que, dans un petit nombre de pays, les conseils budgétaires ont vocation à approuver les projections macroéconomiques du gouvernement<sup>6</sup>. Les projections budgétaires, quant à elles, qui, dans tous les pays, sont élaborées par le gouvernement, ne font l'objet d'une analyse par un organisme indépendant en vue de leur approbation qu'en Roumanie, en Slovaquie et au Royaume-Uni<sup>7</sup>. Dans plusieurs pays, le conseil budgétaire est obligé d'apprécier le réalisme des projections du gouvernement, cette évaluation étant un instrument moins rigoureux qu'une approbation. Les évaluations publiques peuvent néanmoins jouer un rôle important par l'influence qu'elles exercent sur l'opinion publique. Par exemple, dans son avis du 23 avril 2014, le Haut Conseil des finances publiques en France a estimé que, même si les prévisions de croissance du PIB établies par le gouvernement pour 2014 étaient jugées réalistes, le scénario macroéconomique pour 2015, qui incluait également des prévisions de baisse substantielle des dépenses, était considéré comme trop optimiste, car il reposait sur la réalisation simultanée de plusieurs hypothèses favorables.

De plus, dans certains pays, les missions qui ont été confiées aux conseils budgétaires vont au-delà des exigences définies dans le « *two-pack* ». En particulier, près de la moitié des conseils budgétaires ou des organismes indépendants de la zone euro évaluent la viabilité à long terme de la politique budgétaire, tandis que plusieurs d'entre eux évaluent également le respect des règles d'endettement/dépenses, la situation économique et financière des entreprises publiques, le coût des mesures budgétaires et la qualité des finances publiques. En outre, dans certains pays, les conseils budgétaires sont chargés de définir les orientations présidant à la répartition des cibles budgétaires entre les différentes strates de l'État, la création d'une autorité indépendante de responsabilité budgétaire en Espagne en étant un récent exemple.

### Dans quelle mesure les conseils budgétaires vont-ils réussir à encourager la discipline budgétaire ?

Sachant que, dans la plupart de pays de l'UE, les conseils budgétaires soit ont été créés récemment, soit viennent juste de voir leur missions modifiées, et qu'il existe des différences considérables d'un pays à l'autre en ce qui concerne la structure précise des conseils budgétaires et leur influence (potentielle) sur la politique budgétaire, il est difficile à ce stade d'évaluer leur efficacité.

Toutefois, pour une première évaluation de leur efficacité, la marge de manœuvre potentielle dont ils disposent peut déjà donner quelques indications. En moyenne, la marge de manœuvre des conseils budgétaires et l'influence qu'ils peuvent exercer semblent relativement limitées. Dans aucun pays de la zone euro, le gouvernement n'est tenu de prendre en considération les recommandations émises par le conseil budgétaire<sup>8</sup>. Dans un certain nombre de pays, toutefois, un instrument plus souple de pression des pairs est en place sous la forme du principe « se conformer ou s'expliquer »<sup>9</sup>. Cet outil oblige les gouvernements soit à se conformer aux recommandations

5 Ces pays incluent la Belgique, le Danemark, la Lettonie, les Pays-Bas, l'Autriche, la Slovaquie et le Royaume-Uni. Toutefois, au Danemark et en Lettonie, le gouvernement n'a pas l'obligation d'utiliser les prévisions établies par le conseil budgétaire.

6 Lorsqu'on attend des conseils budgétaires qu'ils approuvent les projections, une procédure doit être détaillée et comporter une date butoir pour la mise en œuvre des mesures et des détails sur les conséquences potentielles. Ainsi, une décision défavorable du conseil budgétaire devrait déclencher une analyse critique des prévisions, qui aille au-delà du principe « se conformer ou s'expliquer ».

7 Selon le paquet législatif « *two-pack* », les gouvernements peuvent décider de faire intervenir un organisme indépendant dans l'élaboration des projections budgétaires, mais ils n'y sont pas obligés.

8 En dehors de la zone euro, le conseil budgétaire de la Croatie, par exemple, a une influence très importante.

9 Ces pays incluent la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, l'Espagne, la France, l'Italie, la Lituanie, les Pays-Bas et la Finlande. Une faiblesse importante du paquet législatif « *two-pack* » est qu'il n'oblige pas les pays à instaurer le principe « se conformer ou s'expliquer » (à l'exception des projections macroéconomiques, qui doivent être élaborées ou approuvées) et n'oblige pas non plus les gouvernements à prendre en compte les recommandations du conseil.

du conseil budgétaire, soit à expliquer publiquement les raisons qui les ont conduits à s'en écarter. Dans la majorité des pays de la zone euro, aucun suivi à titre correctif n'est prévu en cas de non-respect. Pour autant, même en l'absence d'obligation juridique pour le gouvernement de réagir aux recommandations, les conseils budgétaires peuvent effectivement recourir à la possibilité d'exercer une pression morale sur le gouvernement grâce à l'influence qu'ils ont sur l'opinion publique. Un exemple récent à cet égard est l'évaluation critique émise par le *Fiskalrat* (Conseil budgétaire consultatif) d'Autriche le 19 mai 2014 à propos du programme budgétaire du gouvernement, qui a été largement reprise dans les médias nationaux.

De plus, l'efficacité des conseils budgétaires dépendra largement de leur capacité à rester indépendants vis-à-vis de toute ingérence politique et à disposer d'une autonomie de fonctionnement. Un conseil budgétaire totalement indépendant et crédible accroît le coût politique à payer par le gouvernement s'il s'écarte de ses engagements. Il est donc important que toute ingérence politique soit interdite par la loi et que les membres du conseil soient nommés sur la base de leur compétence et de leur expérience plutôt qu'en vertu d'une préférence politique. De fait, il existe des exemples encourageants parmi les États membres de l'UE quant à la structure des conseils budgétaires. Par exemple, dans la plupart des pays, les membres du conseil budgétaire sont des universitaires ou des experts n'appartenant pas au gouvernement. De même, les agents sont recrutés principalement sur la base de leur compétence et de leur expérience. Toutefois, dans certains pays, il y a également des risques associés à une ingérence politique, notamment lorsque c'est le gouvernement et non le Parlement qui désigne les membres du conseil budgétaire, et que son personnel est constitué d'agents détachés d'entités publiques (cf. tableau). Par ailleurs, dans certains pays, les ressources en personnel ayant le niveau d'expertise requis peuvent ne pas toujours être suffisantes, ce qui pourrait empêcher les conseils budgétaires de réaliser au mieux leurs missions. Dans la plupart des cas, le nombre d'experts apportant leur aide aux membres du conseil budgétaire va de deux à dix personnes. Cependant, il y a également des exceptions notables, certains conseils ayant nettement plus de personnel (notamment lorsque le conseil budgétaire intervient également dans les projections).

### Conclusions

Le cadre budgétaire révisé de l'UE impose aux États membres de mettre en place un conseil budgétaire qui soit responsable du suivi du respect des règles budgétaires chiffrées et de l'évaluation de la nécessité d'activer le mécanisme de correction. Il s'agit d'une étape importante vers la réalisation d'une meilleure discipline budgétaire et d'une plus grande appropriation nationale des règles budgétaires de l'UE. Il est très encourageant que l'ensemble des pays de la zone euro aient déjà mis en place un conseil budgétaire ou soient en train de le faire. Les pays qui n'ont pas encore créé de cadre juridique en vue de la mise en place d'un conseil budgétaire doivent mener à terme le processus aussi rapidement que possible. Il y a une certaine hétérogénéité entre les pays dans la structure des conseils budgétaires. Si cette disparité reflète également des circonstances propres à chaque pays, dans certains pays, les caractéristiques des conseils budgétaires soulèvent des préoccupations quant à leur indépendance vis-à-vis de toute ingérence gouvernementale, leurs ressources et leurs missions, ainsi que leur marge de manœuvre. Toutefois, il ne sera possible de réaliser une évaluation complète en vue de déterminer leur efficacité qu'une fois qu'ils auront été opérationnels pendant quelques années.

## ARTICLE

# PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE JUIN 2014 POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE L'EUROSISTÈME <sup>1</sup>



*La reprise économique dans la zone euro devrait se renforcer progressivement sur l'horizon de projection, soutenue par la hausse de la demande intérieure et, dans une moindre mesure, de la demande extérieure. La demande intérieure bénéficie de l'orientation accommodante de la politique monétaire, du retour à une position budgétaire globalement neutre, de l'amélioration des conditions de financement et d'un regain de confiance dans un contexte caractérisé par la réduction des incertitudes. En outre, le revenu disponible réel est soutenu par l'accélération progressive de la hausse des salaires et la baisse des prix de l'énergie. Dans le même temps, l'incidence défavorable sur les perspectives économiques découlant du besoin de nouveaux ajustements des bilans et du niveau élevé du chômage, ne devrait s'atténuer que peu à peu sur l'horizon de projection. La demande extérieure devrait bénéficier d'une reprise graduelle de l'économie mondiale bien que, dans un premier temps, son incidence positive sur les exportations de la zone euro sera vraisemblablement compensée en partie par les effets de la hausse du taux de change de l'euro. Le PIB en volume devrait croître de 1,0 % en 2014, de 1,7 % en 2015 et de 1,8 % en 2016. Ces taux de croissance sont supérieurs à ceux de la croissance potentielle estimée, contribuant ainsi à une réduction progressive de l'écart de production négatif, le taux de chômage diminuant légèrement.*

*L'inflation mesurée par l'IPCH devrait augmenter progressivement sur l'horizon de projection dans la zone euro mais demeurer faible. L'inflation globale devrait passer de 0,7 % au premier trimestre 2014 à 1,5 % au quatrième trimestre 2016 et s'établir en moyenne à 0,7 % en 2014, 1,1 % en 2015 et 1,4 % en 2016. L'augmentation escomptée de l'IPCH global reflète le renforcement progressif de la reprise économique qui entraîne une accélération de la hausse des salaires domestiques et des bénéfices. L'hypothèse d'une hausse des prix des matières premières hors énergie et des produits manufacturés importés implique également une incidence à la hausse sur l'inflation. Dans le même temps, l'accélération escomptée de l'inflation devrait être contenue par les baisses attendues des cours du pétrole, les effets retardés de la nette appréciation du taux de change de l'euro depuis mi-2012 et l'atonie persistante de l'économie. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer progressivement de 1,0 % en 2014 à 1,2 % en 2015, 1,5 % en 2016 et 1,7 % d'ici la fin 2016.*

*Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de mars 2014 du Bulletin mensuel, la projection de croissance du PIB en volume pour 2014 a été révisée à la baisse, revenant de 1,2 % à 1,0 %, ce qui traduit un premier trimestre plus faible que prévu. En revanche, la projection pour 2015 a été revue à la hausse, passant de 1,5 % à 1,7 %, dans un contexte de rebond plus fort du revenu disponible réel. L'inflation mesurée par l'IPCH a fait l'objet d'une révision à la baisse en 2014, de 1,0 % à 0,7 %, reflétant dans une large mesure les résultats plus faibles que prévu enregistrés ces derniers mois en matière d'IPCH. Pour 2015 et 2016, les projections de hausse de l'IPCH ont été revues à la baisse, respectivement de 1,3 % à 1,1 % et de 1,5 % à 1,4 %.*

*Cet article résume les projections macroéconomiques pour la zone euro pour la période 2014-2016. Des projections sur un horizon aussi long sont soumises à une incertitude très élevée <sup>2</sup>. Il convient de garder à l'esprit ces éléments lorsque l'on interprète les projections macroéconomiques.*

## L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

La progression du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se raffermir graduellement sur l'horizon de projection, passant de 3,6 % en 2014 à 4,0 % en 2015 et à 4,1 % en 2016.

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

<sup>2</sup> Cf. l'article intitulé *Une évaluation des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème* dans le *Bulletin mensuel* de mai 2013.

Les données disponibles indiquent un ralentissement de l'activité dans les économies avancées au premier trimestre 2014, lié en partie à des facteurs temporaires, tels que les grands froids enregistrés en Amérique du Nord. Néanmoins, au-delà de la volatilité à court terme, les études font état d'un rythme de croissance relativement soutenu. La croissance s'est tassée dans les pays émergents, en raison d'une faible demande intérieure, d'un reflux des entrées de capitaux dans ces économies et de marges de manœuvre plus limitées pour de nouvelles politiques nationales de soutien. Les marchés financiers se sont stabilisés dans les pays émergents depuis l'épisode de volatilité du début 2014 mais, dans de nombreux pays, les conditions financières se sont assez considérablement durcies depuis mi-2013, ce qui pèse sur l'activité. À plus long terme, l'activité mondiale devrait se renforcer. Le ralentissement du processus de désendettement dans le secteur privé et de l'assainissement budgétaire ainsi que l'amélioration de la situation sur les marchés du travail devraient soutenir la demande intérieure dans les économies avancées. Et le renforcement de la demande dans les économies avancées devrait encourager un rebond dans le reste du monde. Dans certains pays émergents, la croissance devrait toutefois être freinée par des facteurs structurels, notamment les goulets d'étranglement au niveau des infrastructures et les contraintes de capacité. Dans les pays fortement dépendants des entrées de capitaux et d'une forte croissance du crédit, l'activité devrait être ralentie par le rééquilibrage de l'économie et l'ajustement au changement d'orientation de politique monétaire aux États-Unis.

Les échanges internationaux ont perdu quelque peu de leur dynamisme depuis la fin de l'année dernière. À plus longue échéance, la reprise de l'activité dans les économies avancées, notamment en matière d'investissements, constitués dans une large proportion de biens importés, devrait stimuler les échanges internationaux sur l'horizon de projection. Toutefois, le commerce mondial ne devrait pas se développer au même rythme que dans les années 1990 et 2000, au moment de l'intégration des grands pays émergents dans l'économie mondiale. Par conséquent, par rapport à l'exercice de projection précédent, la projection de référence suppose une élasticité à long terme du commerce mondial par rapport à l'activité mondiale inférieure à celle enregistrée avant la crise financière mondiale. La croissance des échanges commerciaux mondiaux (hors zone euro) devrait être de 4,3 % en 2014, 5,7 % en 2015 et 5,9 % en 2016. La demande d'importations émanant des principaux partenaires commerciaux de la zone euro augmentant moins rapidement que celle du reste du monde, la progression de la demande extérieure de la zone euro devrait être légèrement plus faible que celle du commerce mondial (cf. tableau 1).

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de mars 2014 du *Bulletin mensuel*, la croissance du PIB mondial en volume pour 2014 a été révisée à la baisse, de 3,9 % à 3,6 %. Les perspectives concernant la demande extérieure de la zone euro ont été revues à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection.

**Tableau I L'environnement international**

(variations annuelles en pourcentage)

	Juin 2014				Mars 2014			Révisions depuis mars 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB mondial en volume (hors zone euro)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Commerce mondial (hors zone euro) <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Demande extérieure de la zone euro <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Calculé comme la moyenne pondérée des importations.

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

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



## Encadré I

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

Les hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 14 mai 2014. Les taux d'intérêt à court terme sont mesurés par le taux Euribor trois mois, les anticipations des marchés étant fondées sur les taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, ces taux d'intérêt à court terme devraient s'élever en moyenne à 0,3 % en 2014, 0,3 % en 2015 et 0,4 % en 2016. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro tablent sur un niveau moyen de 2,4 % en 2014, 2,6 % en 2015 et 3,0 % en 2016 <sup>1</sup>. Réflétant l'évolution des taux anticipés du marché et la répercussion progressive des modifications des taux du marché sur les taux d'intérêt débiteurs, les taux composites appliqués aux prêts bancaires octroyés au secteur privé non financier de la zone euro devraient demeurer globalement stables en 2014 et 2015 et se tendre progressivement par la suite.

S'agissant des cours des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêt, le cours du baril de pétrole brut *Brent* devrait revenir de 108,8 dollars en 2013 à 98,2 dollars en 2016. Les prix, exprimés en dollars, des matières premières hors énergie devraient quant à eux afficher une légère progression en 2014, avant d'augmenter un peu plus rapidement en 2015 et 2016 <sup>2</sup>.

Les taux de change bilatéraux resteraient inchangés sur l'horizon de projection aux niveaux moyens relevés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt du 14 mai 2014. Cette hypothèse implique un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,38 entre 2014 et 2016, soit 4,2 % de plus qu'en 2013. Sur l'horizon de projection, le taux de change effectif de l'euro devrait s'apprécier de 2,7 % par rapport à 2013.

## Hypothèses techniques

	Juin 2014				Mars 2014			Révisions depuis mars 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor trois mois (en pourcentage, par an)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Rendements des emprunts publics à dix ans (en pourcentage, par an)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Cours du pétrole (en dollars/par baril)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Prix des matières premières hors énergie, en dollars (variations annuelles en pourcentage)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Cours de change EUR/USD	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Taux de change effectif nominal de l'euro (variations annuelles en pourcentage)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

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

- 1 L'hypothèse relative aux rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro est basée sur la moyenne pondérée des rendements des obligations de référence à dix ans, pondérée par les chiffres annuels du PIB et complétée par l'évolution anticipée déterminée à partir de la courbe des taux des emprunts à dix ans de la BCE, à leur valeur nominale, pour l'ensemble des titres, l'écart initial entre les deux séries étant maintenu à un niveau constant sur l'horizon de projection. Les écarts de rendement entre les emprunts publics des différents pays et la moyenne correspondante de la zone euro sont supposés constants sur l'horizon.
- 2 Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des matières premières alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Pour les autres matières premières hors énergie, les prix devraient correspondre aux cours des contrats à terme jusqu'au deuxième trimestre 2015 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale. Les prix à la production dans l'UE, exprimés en euros, qui sont utilisés pour les prévisions concernant les prix à la consommation des produits alimentaires, font l'objet d'une projection basée sur un modèle économétrique prenant en compte les évolutions des cours internationaux des matières premières alimentaires.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires reflètent les lois budgétaires approuvées des pays de la zone euro, leurs programmes budgétaires à moyen terme et les mesures clairement définies issues des mises à jour des programmes de stabilité disponibles au 21 mai 2014. Cela englobe toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements nationaux ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif. Dans l'ensemble, ces hypothèses suggèrent, en moyenne, des efforts d'assainissement budgétaire limités sur l'horizon de projection, sur la base des programmes budgétaires pour 2014, alors que d'informations sont disponibles pour 2015 et 2016. L'assainissement budgétaire attendu sur la période de projection est nettement plus faible que celui observé ces dernières années.

Par rapport à l'édition de mars 2014 du *Bulletin mensuel*, les principales variations des hypothèses techniques comprennent un plus faible niveau des taux d'intérêt à court et à long terme dans la zone euro. Les cours du pétrole exprimés en dollars sont légèrement plus élevés qu'en mars et le cours de change de l'euro est un peu plus fort.

#### PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 % au premier trimestre 2014, enregistrant sa quatrième hausse trimestrielle consécutive. Les données d'enquête indiquent une stabilisation du degré de confiance des entreprises dans les différents secteurs et pays ces derniers mois, à des niveaux proches, voire supérieurs, aux moyennes à long terme, suggérant une nouvelle hausse de l'activité économique au deuxième trimestre 2014. La dynamique de fond de la croissance devrait se renforcer, notamment dans certaines économies en difficulté. La reprise escomptée de l'activité devrait être soutenue principalement par un renforcement de la demande intérieure, sous l'effet de l'orientation accommodante de la politique monétaire, un retour à une politique budgétaire globalement neutre suite à des années de rigueur en la matière, un retour à des conditions neutres d'offre de crédits et une amélioration de la confiance des entreprises et des ménages dans un contexte caractérisé par la réduction des incertitudes. La consommation privée, en particulier, devrait bénéficier de l'incidence favorable de l'accélération de la hausse des salaires et du recul des prix de l'énergie sur le revenu disponible réel. L'activité devrait par ailleurs être de plus en plus soutenue par le raffermissement progressif de la demande extérieure même si, initialement, la croissance des exportations devrait être freinée par l'appréciation du taux de change effectif de l'euro. Dans le même temps, l'effet négatif sur les perspectives de la demande intérieure, découlant du besoin de nouveaux ajustements des bilans des secteurs privé et public et, en particulier, du niveau élevé du chômage dans certains pays, ne devrait s'atténuer que progressivement sur l'horizon de projection, alors que des contraintes pesant sur l'offre de travail pourraient apparaître dans d'autres pays. En moyenne annuelle, le PIB en volume devrait croître de 1,0 % en 2014, de 1,7 % en 2015 et de 1,8 % en 2016. Ce profil d'expansion traduit l'augmentation régulière de la contribution de la demande intérieure conjuguée à une faible contribution positive des exportations nettes. Comme la croissance effective devrait être supérieure à son taux potentiel estimé, l'écart de production devrait se réduire mais demeurer négatif à la fin de l'horizon de projection.

Examinant plus en détail les composantes de la demande, les exportations hors zone euro devraient croître en 2014 et 2015, à la faveur du raffermissement progressif de la demande extérieure de la zone euro et de la dissipation de l'incidence négative de la récente appréciation de l'euro. Les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient légèrement diminuer sur l'horizon de projection, une certaine hétérogénéité prévalant toutefois à cet égard entre les pays de la zone euro, reflétant différentes évolutions de la compétitivité. Les exportations intra-zone euro devraient augmenter plus lentement que les exportations hors zone euro en raison de la faiblesse relative persistante de la demande intérieure dans la zone.

L'investissement des entreprises devrait amorcer un redressement graduel au cours de la période de projection, soutenu par le renforcement de la demande intérieure et extérieure dans un contexte

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro <sup>1)</sup>

(variations annuelles en pourcentage)	Juin 2014			Mars 2014			Révisions depuis mars 2014 <sup>2)</sup>			
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
	PIB en volume <sup>3)</sup>	- 0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	- 0,1	0,2
		[0,6 - 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 3,1] <sup>4)</sup>	[0,8 - 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,9] <sup>4)</sup>			
Consommation privée	- 0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Consommation publique	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	- 0,3
FBCF	- 2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	- 0,4	0,4	- 0,2
Exportations <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Importations <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Emploi	- 0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Taux de chômage (% de la population active)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	- 0,2	- 0,3	- 0,4
IPCH	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	- 0,3	- 0,1	- 0,1
		[0,6 - 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,2] <sup>4)</sup>	[0,7 - 1,3] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>4)</sup>			
IPCH hors énergie	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	- 0,2	- 0,1	- 0,1
IPCH hors énergie et prod. alim.	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	- 0,1	- 0,2	- 0,1
IPCH hors énergie, prod. alim. et fiscalité indirecte <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	- 0,1	- 0,2	- 0,2
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	- 0,3	- 0,1
Rémunération par tête	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	- 0,1	- 0,1	- 0,1
Productivité du travail	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	- 0,2	0,1	- 0,1
Solde budgétaire des adm. publiques (% du PIB)	- 3,0	- 2,5	- 2,3	- 1,9	- 2,7	- 2,5	- 2,1	0,2	0,2	0,2
Solde budgétaire structurel (% du PIB) <sup>7)</sup>	- 2,2	- 2,0	- 2,0	- 1,9	- 2,2	- 2,2	- 2,0	0,3	0,2	0,1
Dette brute des adm. publiques (% du PIB)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	- 0,7	- 1,1
Solde du compte courant (% du PIB)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) Les données se réfèrent à la zone euro comprenant la Lettonie, sauf pour l'IPCH de 2013. La variation annuelle moyenne en pourcentage de l'IPCH pour 2014 est calculée sur la base d'une composition de la zone euro comprenant la Lettonie dès 2013.

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

3) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

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

5) Y compris les échanges intra-zone euro

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

7) Calculé comme le solde budgétaire net des effets transitoires du cycle économique et des mesures temporaires adoptées par les gouvernements. Le calcul respecte l'approche du SEBC concernant les soldes budgétaires corrigés du cycle (voir Bouthévilain (C.) *et al.*, *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, document de travail de la BCE n° 77, septembre 2001) et la définition du SEBC des mesures temporaires (voir Kremer (J.) *et al.*, *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, document de travail de la BCE n° 579, janvier 2006). La projection pour le solde structurel n'est pas établie à partir d'une mesure agrégée de l'écart de production. Dans le cadre de la méthodologie du SEBC, les composantes conjoncturelles sont calculées séparément pour les différents postes de dépenses et de recettes. Pour une réflexion à ce sujet, notamment en ce qui concerne la méthodologie de la Commission européenne, cf. l'encadré intitulé *Ajustement conjoncturel du solde budgétaire des administrations publiques* du *Bulletin mensuel* de mars 2012.

d'accumulation des besoins d'investissements de remplacement, le très bas niveau des taux d'intérêt, l'amélioration des bénéfices, le recul des incertitudes et l'atténuation des effets défavorables sur l'offre de crédit. Toutefois, l'incidence négative cumulée exercée par la baisse de la croissance tendancielle et la nécessité de poursuivre la restructuration des bilans des entreprises dans certains pays de la zone euro devrait freiner la reprise de l'investissement des entreprises sur l'horizon de projection.

L'investissement résidentiel devrait remonter peu à peu alors que l'activité reprend dans un contexte caractérisé par un bas niveau des taux d'intérêt hypothécaires. Toutefois, au cours des prochains trimestres, le besoin d'ajustements supplémentaires des marchés de l'immobilier dans

certaines pays et la faible progression du revenu disponible réel continueront de peser sur les perspectives. L'investissement public devrait pour sa part rester faible sur l'ensemble de l'horizon de projection, sous l'effet des mesures programmées d'assainissement budgétaire dans plusieurs pays de la zone euro qui neutralisent le profil d'investissement public plus expansionniste d'autres pays.

L'emploi en termes de personnes occupées s'est stabilisé au second semestre 2013 et devrait progresser légèrement par la suite. La faible reprise de l'emploi résulte du lent rebond de l'activité, de la réaction décalée de l'emploi à la croissance de la production et des nouvelles diminutions des effectifs du secteur public dans certains pays. Ces facteurs devraient contrebalancer l'incidence positive des réformes du marché du travail qui ont, pour leur part, accru la flexibilité et soutenu la création d'emplois dans le secteur privé, notamment dans certains pays en difficulté. La population active devrait s'accroître faiblement sur l'horizon de projection en raison de l'immigration et de la participation accrue de certains segments de la population dans un contexte d'amélioration de la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage a légèrement baissé ces derniers mois et devrait continuer à reculer sur l'horizon de projection tout en restant supérieur aux niveaux enregistrés avant la crise. La productivité du travail (mesurée en termes de production par personne employée) devrait s'améliorer, traduisant la reprise attendue de la croissance du PIB en volume et la réaction décalée de l'emploi aux évolutions de l'activité.

La consommation privée devrait s'accélérer courant 2014 et continuer de croître en 2015 et 2016, suivant de près la croissance du revenu réel disponible, le taux d'épargne restant stable. La croissance du revenu réel disponible devrait être soutenue par une augmentation des revenus du travail, reflétant la progression de l'emploi et l'accélération de la hausse des salaires ainsi qu'une incidence moins néfaste de l'assainissement budgétaire et la faiblesse de l'inflation. La consommation publique devrait quant à elle augmenter de façon modérée sur l'horizon de projection.

Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient croître légèrement sur l'horizon de projection, tout en restant limitées par la croissance atone de la demande globale de la zone euro. Les exportations nettes ne devraient contribuer que faiblement à la croissance du PIB en volume sur l'horizon. L'excédent du compte courant devrait quant à lui augmenter légèrement pour atteindre 2,8 % du PIB en 2016.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de mars 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection pour la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse pour 2014, de 1,2 % à 1,0 %, reflétant le résultat plus faible que prévu au premier trimestre. La projection concernant la croissance du PIB en volume a été revue à la hausse pour 2015, passant de 1,5 % à 1,7 %, sous l'effet d'hypothèses de taux d'intérêt en baisse et d'un recul des prix des matières premières soutenant les revenus réels. La projection pour 2016 est globalement inchangée.

#### **PROJECTIONS EN MATIÈRE DE PRIX ET DE COÛTS**

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression de l'IPCH global s'est établie à 0,5 % en mai 2014. Le niveau actuellement modéré de l'inflation traduit la stagnation des prix de l'énergie, des produits alimentaires et des produits manufacturés hors énergie ainsi que l'atonie de la dynamique des prix des services.

La hausse de l'IPCH global devrait rester à des niveaux bas jusqu'au troisième trimestre 2014. Elle s'accélérerait ensuite progressivement pour atteindre 1,5 % à la fin de l'horizon de projection. Cette accélération graduelle prévue de la hausse de l'IPCH global reflète le raffermissement progressif de la reprise économique et ses implications en termes de resserrement de l'écart de production négatif et de redressement de la croissance des salaires et des bénéfices. L'hypothèse de l'augmentation des prix des matières premières hors énergie et des produits manufacturés importés implique également

une incidence à la hausse sur l'inflation. Néanmoins, la progression prévue de l'inflation devrait être modeste, contenue en particulier par la baisse attendue des prix du pétrole sur la base des cours des contrats à terme, par l'effet décalé de l'appréciation significative du taux de change de l'euro depuis la mi-2012 et par le fait que, en dépit du resserrement de l'écart de production, la sous-utilisation des capacités de production devrait perdurer au sein de l'économie jusqu'en 2016.

De façon plus détaillée, le déclin des prix de l'énergie devrait s'amenuiser après la forte baisse enregistrée début 2014, mais se poursuivre sur la majeure partie de l'horizon de projection, en phase avec la trajectoire baissière des prix des contrats à terme sur le pétrole. La contribution légèrement négative des prix de l'énergie à la hausse de l'IPCH sur l'horizon de projection est à mettre en perspective avec la contribution moyenne à hauteur de 0,5 point de pourcentage environ observée sur la période 1999-2013 et explique, dans une large mesure, les perspectives modérées d'inflation.

La hausse des prix des produits alimentaires devrait continuer à se modérer jusqu'au troisième trimestre 2014, en raison de la répercussion différée des baisses antérieures des cours des matières premières alimentaires et d'effets de base baissiers. Compte tenu de l'hypothèse d'une progression des prix agricoles à la production dans l'UE et de la reprise graduelle de l'économie, la hausse des prix des produits alimentaires s'accélérerait de manière continue sur l'horizon de projection, pour se situer, en moyenne, à 1,9 % en 2016. La contribution des prix des produits alimentaires à la hausse de l'IPCH global s'établit, en moyenne, à 0,3 point de pourcentage sur l'horizon de projection, contre environ 0,5 point de pourcentage depuis 1999.

La progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait avoir atteint un point bas au cours du quatrième trimestre 2013 et des premiers mois de 2014. Elle se raffermirait sur l'horizon de projection en liaison avec l'accélération de la reprise économique, engendrant une augmentation des taux de croissance des salaires et des bénéfices, et s'inscrirait à 1,7 % au dernier trimestre 2016. La contribution de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie à la progression de l'IPCH global sur l'horizon de projection devrait se situer, en moyenne, à 0,9 point de pourcentage, ce qui est légèrement en retrait par rapport à la contribution moyenne enregistrée depuis 1999.

Les hausses de la fiscalité indirecte prévues dans les programmes d'assainissement budgétaire devraient contribuer légèrement à la hausse de l'IPCH en 2014, à hauteur de 0,1 point de pourcentage environ. L'ampleur de cette contribution est un peu plus faible que celle qui a été relevée en 2013. En 2015 et 2016, ces contributions seraient négligeables, faute d'informations sur les mesures budgétaires qui ont été approuvées pour ces années.

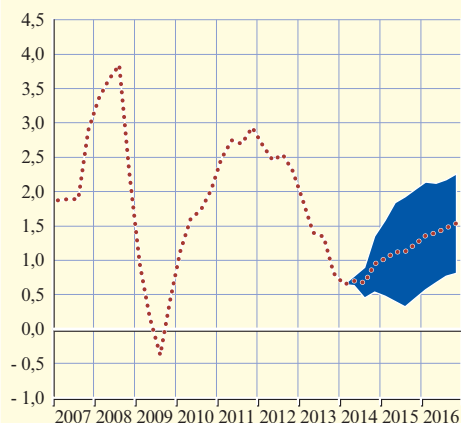
Les tensions sur les prix d'origine externe se sont atténuées sensiblement courant 2013, reflétant l'incidence de la faible croissance de l'économie mondiale sur les prix mondiaux, de l'appréciation de l'euro et de la baisse des cours du pétrole et des matières premières hors pétrole. À plus long terme, le taux de progression annuel du déflateur des prix à l'importation devrait augmenter graduellement sur l'horizon de projection et redevenir positif début 2015. Il se situerait, en moyenne, à 1,2 % en 2016, soit un taux proche du rythme de progression moyen à long terme. Le rebond du déflateur des prix à l'importation traduit le raffermissement attendu de la croissance mondiale et donc une progression des prix mondiaux des produits manufacturés, le redressement prévu des prix des matières premières hors énergie et la dissipation des effets de l'appréciation antérieure de l'euro.

En ce qui concerne les tensions internes sur les prix, l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail de la zone euro devrait engendrer une accélération de la rémunération par tête. Toutefois, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre serait freinée au cours des deux premières

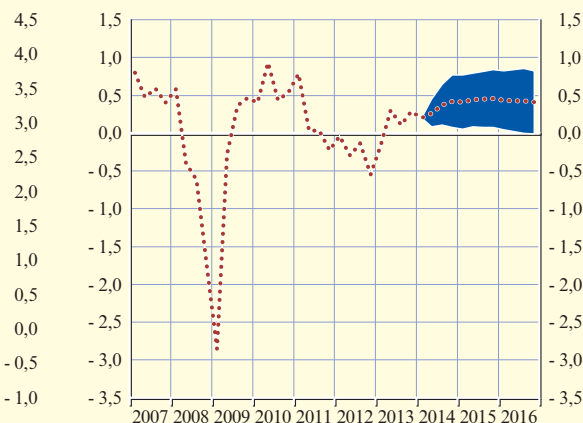
## Graphique I Projections macroéconomiques <sup>1)</sup>

(données trimestrielles)

**IPCH de la zone euro**  
(variations annuelles en pourcentage)



**PIB en volume de la zone euro <sup>2)</sup>**  
(variations trimestrielles en pourcentage)



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

2) Données corrigées du nombre de jours ouvrés.

années de l'horizon de projection par une croissance de la productivité plus forte que la progression des salaires nominaux, reflétant la reprise cyclique de la productivité. En 2016, un renforcement continu de la hausse des salaires, conjugué à un fléchissement de la croissance de la productivité, devrait contribuer à un raffermissement de la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Les marges bénéficiaires (calculées comme l'écart entre le déflateur du PIB aux coûts des facteurs et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre) devraient s'accroître sur l'horizon de projection, à la faveur de la reprise conjoncturelle de l'activité économique.

Par rapport aux projections macroéconomiques publiées dans l'édition de mars 2014 du *Bulletin mensuel*, la projection de hausse de l'IPCH global pour 2014 a été revue en baisse, de 1,0 % à 0,7 %, traduisant, pour une large part, les résultats inférieurs aux prévisions enregistrés au cours des derniers mois. Les projections relatives à la progression de l'IPCH en 2015 et 2016 ont été révisées à la baisse, respectivement de 1,3 % à 1,1 % et de 1,5 % à 1,4 %, reflétant essentiellement la décélération de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre.

### PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

Sur la base des hypothèses décrites dans l'encadré 1, le ratio de déficit des administrations publiques se contracterait, dans la zone euro, revenant de 3,0 % du PIB en 2013 à 2,5 % en 2014 et baisserait encore en 2016, à 1,9 %. Cette réduction est liée principalement à l'amélioration de la situation conjoncturelle. En outre, le solde primaire corrigé du cycle devrait se redresser, à la faveur des efforts d'assainissement budgétaire entrepris dans certains pays de la zone euro et du soutien, négligeable, accordé par les pouvoirs publics au secteur financier. Le solde budgétaire structurel s'améliorerait légèrement sur l'ensemble de l'horizon de projection, bien qu'à un rythme plus lent qu'au cours des dernières années. Cette amélioration résulte principalement de la poursuite anticipée d'une croissance modérée des dépenses publiques. Le ratio de dette brute des administrations publiques rapportée au PIB dans la zone euro atteindrait un pic de 93,4 % en 2014 puis reviendrait à 91,1 % en 2016.

Les encadrés suivants présentent un certain nombre d'analyses de sensibilité (encadré 2), des commentaires concernant l'exposition de la zone euro à la crise en Ukraine (encadré 3) et une comparaison avec d'autres prévisions disponibles (encadré 4).

## Encadré 2

### ANALYSES DE SENSIBILITÉ

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

#### 1) Une évolution différente des cours du pétrole

Les hypothèses relatives aux cours du pétrole retenues pour les projections actuelles de l'Eurosystème s'appuient sur les anticipations des marchés, mesurées par les cours des contrats à terme, qui font apparaître une baisse des cours du pétrole sur l'horizon de projection (cf. encadré 1). Toutefois, l'incertitude demeure au sujet de ce profil d'évolution, tant concernant la demande que l'offre.

La baisse attendue des cours du pétrole peut refléter la perception du marché d'une reprise partielle à venir de la production de pétrole dans plusieurs pays de l'OPEC, qui a été réduite récemment en raison de l'instabilité politique ou des tensions géopolitiques, et/ou d'une compensation de cette baisse par la hausse de la production de pétrole de schiste aux États-Unis. Cependant, dans le cas où des événements géopolitiques inattendus surviendraient à court terme dans d'importants pays producteurs de pétrole ou si la reprise mondiale était plus forte à moyen terme, une hausse des cours du pétrole pourrait avoir lieu.

Globalement, dans le contexte de la reprise mondiale, un niveau des cours du pétrole plus élevé que celui prévu dans le scénario de référence paraît plausible. Dès lors, un ajustement à la hausse plus marqué des contrats à terme est pris en compte dans la présente analyse de sensibilité <sup>2</sup>. L'évolution alternative repose sur l'hypothèse de niveaux des cours du pétrole supérieurs de 1 %, 7 % et 13 % aux cours des contrats à terme en 2014, 2015 et 2016. Sur la base des modèles macroéconomiques élaborés par l'Eurosystème, le niveau plus élevé des cours du pétrole se traduirait par une progression de l'IPCH supérieure de 0,2 point de pourcentage au scénario de référence de la projection pour les années 2015 et 2016. Parallèlement, des cours du pétrole plus élevés freineraient la croissance du PIB en volume, qui serait inférieure de 0,1 point de pourcentage en 2015 et 2016.

#### 2) Une baisse de la demande extérieure

Le lien entre le commerce international et la croissance du PIB mondial semble avoir évolué ces dernières années. Avant la crise financière, les importations mondiales augmentaient généralement bien plus rapidement que l'activité (l'élasticité historique des échanges commerciaux par rapport à la progression de l'activité entre 1982 et 2007 était de 1,8). Depuis 2011, toutefois, le PIB

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

<sup>2</sup> Pour une description détaillée du modèle utilisé pour calculer cet ajustement à la hausse, voir Pagano (P.) et Pisani (M.), *Risk-adjusted forecasts of oil prices*, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, art. 24, 2009.



mondial et les importations ont crû à des rythmes similaires (l'élasticité s'établissant en moyenne à 1,1 entre 2011 et 2013). Dans la prolongation de cette période de relative atonie des échanges, le commerce mondial s'est quelque peu ralenti début 2014.

Le scénario de référence des projections repose sur une reprise progressive des échanges internationaux sur l'horizon de projection, bien qu'avec une élasticité à long terme par rapport à l'activité légèrement plus faible qu'avant la crise financière. La présente analyse de sensibilité examine les implications d'une évolution plus faible des importations mondiales et de la demande extérieure de la zone euro. L'hypothèse est faite que l'élasticité des échanges internationaux reste à un niveau similaire à celui observé dans un passé récent, soit à 1,1. Cela induit un ralentissement de la progression de la demande extérieure de la zone euro de 0,3 point de pourcentage en 2014 et de 1,4 point en 2015 et 2016.

### 3) Mesures supplémentaires d'assainissement budgétaire

Comme il est précisé dans l'encadré 1, les hypothèses relatives aux politiques budgétaires englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements nationaux ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif. Pour la plupart des pays, les mesures incluses dans le scénario de référence des projections sont en retrait par rapport aux exigences d'assainissement budgétaire fixées au titre du volet correctif ou préventif du Pacte de stabilité et de croissance. L'engagement à respecter ces exigences se reflète globalement dans les programmes de stabilité pour 2014 et dans les documents relatifs aux programmes UE/FMI. Toutefois, les mesures sous-jacentes devant permettre d'atteindre ces objectifs sont souvent soit absentes, soit insuffisamment détaillées, et ne sont donc pas prises en compte dans le scénario de référence des projections, notamment pour la période 2015-2016, qui n'est pas couverte dans le cadre des exercices budgétaires actuels de la plupart des pays. Il est donc non seulement nécessaire mais aussi probable que des mesures supplémentaires d'assainissement des finances publiques, par rapport à celles intégrées dans le scénario de référence, soient prises par la plupart des gouvernements d'ici 2016.

#### Hypothèses sous-jacentes de l'analyse de sensibilité budgétaire

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

Sur la base de cette approche, l'assainissement supplémentaire nécessaire dans la zone euro est évalué à environ 0,1 % du PIB en 2014, alors que d'autres mesures additionnelles sont considérées comme probables en 2015 (environ 0,4 % du PIB) et qu'elles seraient un peu moins nombreuses en 2016 (environ 0,2 % du PIB), ce qui donne un assainissement supplémentaire cumulé d'environ 0,7 % du PIB d'ici la fin 2016. S'agissant de la composition de ces mesures budgétaires, l'analyse de sensibilité tente de prendre en compte les profils spécifiques aux pays et aux calendriers des efforts supplémentaires d'assainissement les plus probables. Dans le cadre de cet exercice, au niveau agrégé de la zone euro, l'assainissement budgétaire est considéré comme portant davantage sur les dépenses, mais il intègre également des hausses de la fiscalité directe et indirecte et des cotisations sociales.



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

Hypothèses (% du PIB)	2014	2015	2016
Objectifs budgétaires des pouvoirs publics <sup>1)</sup>	- 2,5	- 1,8	- 1,2
Projections budgétaires de référence	- 2,5	- 2,3	- 1,9
Assainissement budgétaire (cumulé) supplémentaire <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
Incidence d'un assainissement budgétaire supplémentaire (en points de pourcentage) <sup>3)</sup>			
Croissance du PIB en volume	- 0,1	- 0,3	- 0,2
Hausse de l'IPCH	0,0	0,1	0,0

1) Objectifs nominaux figurant dans les documents les plus récents relatifs aux programmes UE/FMI pour les pays concernés ; mises à jour 2014 des programmes de stabilité pour les autres pays.

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

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

#### Incidence macroéconomique de l'assainissement budgétaire supplémentaire

Les résultats de la simulation concernant l'incidence de l'analyse de sensibilité budgétaire sur la croissance du PIB en volume et la hausse de l'IPCH dans la zone euro, effectuée sur la base du nouveau modèle de la BCE couvrant l'ensemble de la zone euro (*ECB's New Area-Wide Model* <sup>3)</sup>), sont résumés dans le tableau ci-dessus.

L'incidence de l'assainissement budgétaire supplémentaire sur la croissance du PIB en volume est limitée en 2014, mais devrait s'élever à environ – 0,3 point de pourcentage en 2015 et – 0,2 point de pourcentage en 2016. L'effet sur la hausse de l'IPCH devrait se situer à quelque 0,1 point de pourcentage en 2015.

L'analyse actuelle signale donc certains risques à la baisse sur le scénario de référence de la projection relative à la croissance du PIB en volume, en particulier en 2015 et 2016, étant donné que toutes les mesures d'assainissement budgétaire prévues ne sont pas incorporées dans le scénario de référence à ce stade. Parallèlement, de faibles risques d'accélération pèsent aussi sur l'inflation, dans la mesure où une partie de l'assainissement supplémentaire devrait provenir de hausses de la fiscalité indirecte.

Il convient de noter que cette analyse de sensibilité budgétaire porte exclusivement sur les effets potentiels à court terme d'un probable assainissement budgétaire additionnel. Alors que même les mesures d'assainissement conçues de manière appropriée ont souvent des répercussions négatives à court terme sur la croissance du PIB en volume, des effets positifs s'exercent à plus long terme sur l'activité qu'il n'est pas évident de distinguer sur l'horizon retenu pour cette analyse <sup>4)</sup>. Dès lors, les résultats de cette analyse ne doivent pas être interprétés comme une remise en cause de la nécessité de procéder, sur l'horizon de projection, à de nouveaux efforts d'assainissement budgétaire. De tels efforts additionnels s'imposent en effet pour rétablir des finances publiques saines dans la zone euro. Si ces mesures n'étaient pas prises, la valorisation de la dette souveraine pourrait s'en trouver affectée. De plus, la confiance pourrait être influencée négativement, ce qui freinerait la reprise économique.

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

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

### Encadré 3

#### L'EXPOSITION DE LA ZONE EURO À LA CRISE EN UKRAINE

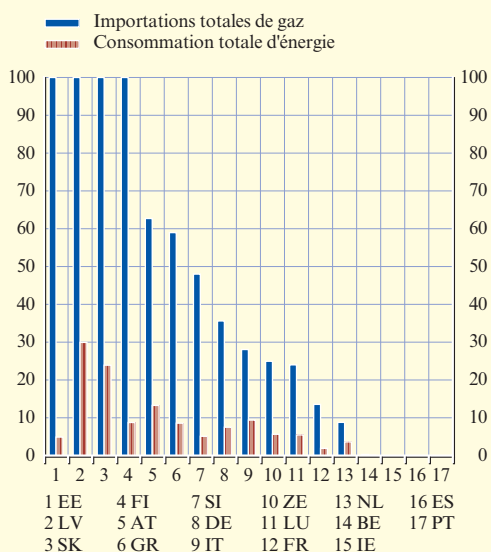
Les inquiétudes relatives à une possible escalade des tensions entre l'Ukraine et la Russie se sont aggravées récemment. Cet encadré examine l'exposition de la zone euro à la Russie et à l'Ukraine et décrit les principaux canaux par lesquels elle pourrait être affectée si la crise montait encore d'un cran avec la prise de sanctions supplémentaires à l'encontre de la Russie.

La crise a déjà eu des retombées négatives notables sur les économies ukrainienne et russe mais, à ce stade, l'incidence sur l'économie de la zone euro a été limitée. Si les données « solides » relatives à la zone euro semblent très peu touchées, des informations ponctuelles semblent indiquer une hausse des incertitudes liées à la crise. Les cours des actions et des matières premières sont toutefois demeurés relativement stables jusqu'ici.

Les principaux canaux potentiels de répercussions négatives pour la zone euro sont les liens commerciaux et financiers avec la Russie, plutôt qu'avec l'Ukraine. La zone euro importe des quantités considérables de produits énergétiques de Russie, soit environ 25 % de ses importations de gaz et près de 30 % de ses importations de pétrole (cf. graphiques A et B). Les importations de gaz de certains pays de la zone euro proviennent presque exclusivement de Russie. Mais la Russie, et dans une moindre mesure l'Ukraine, reçoivent aussi des exportations de la zone euro. La Russie représente quelque 5 % des exportations de biens en dehors de la zone euro, contre environ 1 % pour l'Ukraine (cf. graphique C). Du point de vue financier, les créances des banques de la zone euro sur la Russie représentent autour de 1 % du PIB de la zone (cf. graphique D). Cela étant, les liens commerciaux et financiers sont très hétérogènes au sein de la zone euro.

**Graphique A Importations de gaz de Russie (en 2011)**

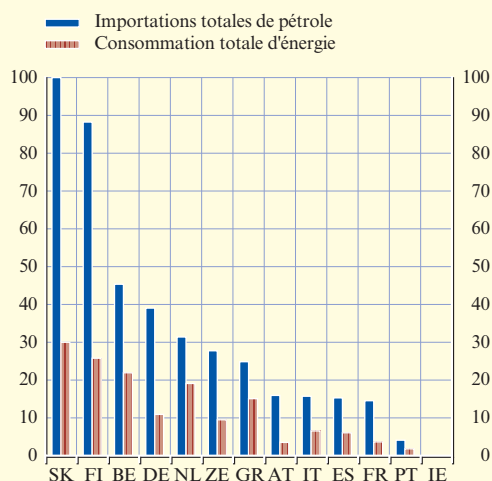
(en pourcentage)



Source : Eurostat.  
Notes : Les données ne sont pas disponibles pour Chypre et Malte. Les pays sont classés selon la part en pourcentage des importations de gaz de Russie dans leurs importations totales de gaz.

**Graphique B Importations de pétrole de Russie (en 2011)**

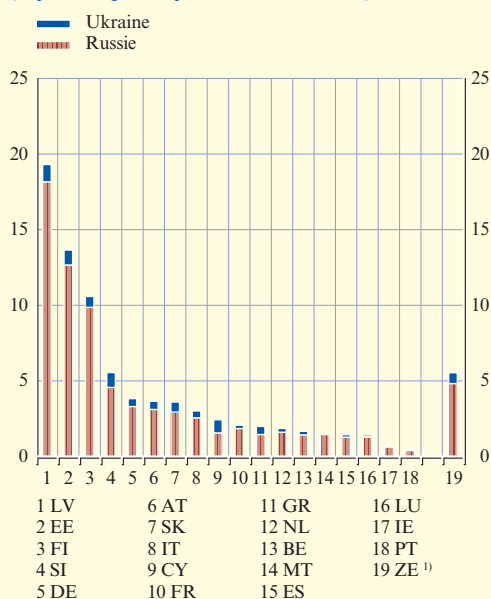
(en pourcentage)



Source : Eurostat.  
Notes : Les données ne sont pas disponibles pour l'Estonie, Chypre, la Lettonie, le Luxembourg, Malte et la Slovaquie. Les pays sont classés selon la part en pourcentage des importations de pétrole de Russie dans leurs importations totales de pétrole.

**Graphique C Exportations de biens vers la Russie et l'Ukraine (T3 2013)**

(en pourcentage des exportations totales de biens)



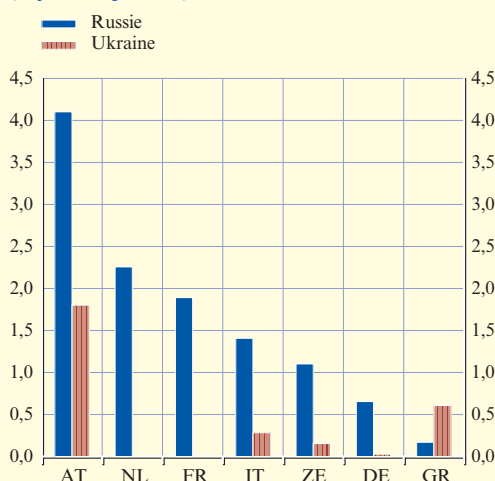
Sources : FMI et calculs de la BCE.

1) Net des exportations de biens intra-zone euro.

Notes : Les pays sont classés selon la part en pourcentage des exportations de biens vers la Russie et l'Ukraine dans leurs exportations totales de biens.

**Graphique D Créances de certaines banques de la zone euro (par pays) sur l'Ukraine et la Russie**

(en pourcentage du PIB)



Sources : Statistiques bancaires consolidées de la BRI et BCE.

Notes : Les pays sont classés selon les créances des banques de la zone euro sur la Russie en pourcentage du PIB de 2013. Les données portent généralement sur T4 2013 ; le graphique ne montre que les pays déclarant des créances de leurs banques sur la Russie et l'Ukraine ; la France et les Pays-Bas n'ont pas déclaré récemment les créances sur l'Ukraine ; les dernières données disponibles pour l'Autriche remontent à T3 2012. Le chiffre est mentionné pour la zone euro à titre indicatif, car il est basé sur des données des pays relevées à des dates différentes.

L'incidence défavorable pour l'économie de la zone euro qui pourrait découler d'une escalade du conflit dépend de la nature des sanctions que l'Union européenne et les États-Unis imposeront à la Russie ainsi que des mesures de rétorsion que la Russie ne manquerait pas d'adopter. Les contours exacts de ces sanctions sont incertains, mais celles-ci pourraient entraîner une hausse des cours du pétrole, une contraction des exportations de la Russie vers la zone euro – qui s'accompagnerait d'effets négatifs sur l'activité en Russie – et des sorties de capitaux se traduisant par une dépréciation du rouble. Une incidence défavorable pour la zone euro pourrait aussi être liée à une chute des cours boursiers et à un repli de la confiance des agents économiques, préoccupés par l'intensité de la crise et ses conséquences.

Dans la zone euro, le PIB se trouverait probablement ralenti à travers ces canaux, principalement en raison des effets sur les échanges commerciaux et les prix du pétrole. Parallèlement, le renchérissement du pétrole pousserait les taux d'inflation à des niveaux plus élevés que ceux ressortant du scénario de référence.

Au vu de la diversité des expositions commerciales et des liens financiers des différents pays de la zone euro avec la Russie et l'Ukraine, toute incidence de la crise serait hétérogène, les pays les plus exposés vis-à-vis de la Russie et de l'Ukraine – comme les pays baltes – subissant les plus lourdes retombées.

Certains pays de la zone euro pourraient aussi subir des effets négatifs indirects liés à des répercussions défavorables dans des pays tiers, en Europe de l'Est par exemple. Des secteurs d'activité et des industries clés pour certains pays, comme l'agriculture, les produits alimentaires, l'immobilier, le tourisme et, parfois, le secteur bancaire, pourraient pâtir plus particulièrement d'une crise longue ou plus profonde. Enfin, les pays de la zone euro qui importent une grande partie de leur gaz et de leur pétrole de Russie auraient à subir des retombées très négatives en cas d'éventuelles perturbations de la chaîne d'approvisionnement en énergie au départ de ce pays.

#### Encadré 4

### PRÉVISIONS DES AUTRES INSTITUTIONS

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

Selon les prévisions des autres institutions actuellement disponibles, la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2014 serait légèrement supérieure à celle qui ressort des projections de l'Eurosystème. Les projections relatives à la croissance du PIB en volume en 2015 et 2016 sont similaires ou légèrement inférieures à celles de l'Eurosystème. En ce qui concerne l'inflation, les prévisions des autres institutions tablent, pour la plupart, sur une progression annuelle moyenne de l'IPCH en 2014 et 2015 proche de la projection de l'Eurosystème ou faiblement supérieure. Pour 2016, la hausse moyenne de l'IPCH s'établirait, selon les autres projections disponibles, entre 1,3 % et 1,7 %, contre 1,4 % projeté par l'Eurosystème. Actuellement, toutes les prévisions disponibles se situent à l'intérieur des intervalles de projection de l'Eurosystème indiqués dans le tableau.

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

(variations annuelles en pourcentage)

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

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

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

# STATISTIQUES DE LA ZONE EURO



# TABLE DES MATIÈRES <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>	<b>S77</b>
	<b>NOTES TECHNIQUES</b>	<b>S79</b>
	<b>NOTES GÉNÉRALES</b>	<b>S87</b>

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

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

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

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

#### Conventions utilisées dans les tableaux

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



## VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

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

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2), 3)</sup>	M3 <sup>2), 3)</sup> Moyenne mobile sur 3 mois (centrée)	Prêts des IFM aux résidents de la zone euro hors IFM et administrations publiques <sup>2)</sup>	Titres autres que des actions émis en euros par les non-IFM <sup>2)</sup>	Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor ; % annuel ; moyennes sur la période)	Taux au comptant à 10 ans (% annuel ; fin de période) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,58	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	1,0	0,22	2,24
2013 T2	8,0	4,5	2,8	-	-1,1	-0,2	0,21	2,14
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	1,5	0,24	2,24
2014 T1	6,0	2,4	1,1	-	-2,2	-1,1	0,30	1,82
2013 Décembre	5,7	2,5	1,0	1,2	-2,3	-1,4	0,27	2,24
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	-0,9	0,29	1,88
2014 Mars	5,6	2,2	1,0	1,0	-2,2	-1,0	0,31	1,82
2014 Avril	5,2	2,0	0,8	.	-1,8	.	0,33	1,72
2014 Mai	.	.	.	.	.	.	0,32	1,56

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

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

### 3. Statistiques extérieures

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

	Balance des paiements (flux nets)			Avoirs de réserve (encours, en fin de période)	Position extérieure nette (en % du PIB)	Dette extérieure brute (en % du PIB)	Taux de change effectif de l'euro : TCE-20 <sup>6)</sup>		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 T2	65,6	49,9	65,9	564,3	-13,7	128,0	100,8	98,3	1,3062
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	47,2	35,1	37,9	570,2	.	.	103,9	100,7	1,3696
2013 Décembre	35,5	12,7	-5,7	542,1	-	-	103,9	100,7	1,3704
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	100,5	1,3659
2014 Mars	22,8	18,9	-29,7	570,2	-	-	104,6	101,4	1,3823
2014 Avril	.	.	.	568,0	-	-	104,5	101,2	1,3813
2014 Mai	.	.	.	.	-	-	103,8	100,4	1,3732

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

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

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

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

3) M3 et ses composantes ne recouvrent pas les avoirs des non-résidents de la zone euro en titres d'OPCVM monétaires et en titres de créance d'une durée ≤ à 2 ans.

4) Calculés à partir des courbes de rendements d'obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro. Pour plus d'informations, cf. la section 4.7

5) Les données se rapportent à l'Euro 18.

6) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales





## STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

1. Actif	2 mai 2014	9 mai 2014	16 mai 2014	23 mai 2014	30 mai 2014
<b>Avoirs et créances en or</b>	326 544	326 544	326 544	326 545	326 477
<b>Créances en devises sur les non-résidents de la zone euro</b>	245 601	246 266	244 518	245 305	245 902
<b>Créances en devises sur les résidents de la zone euro</b>	23 485	23 185	24 212	24 457	23 788
<b>Créances en euros sur les non-résidents de la zone euro</b>	18 744	18 597	19 539	20 317	19 592
<b>Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro</b>	688 342	642 356	651 477	640 039	679 749
Opérations principales de refinancement	172 621	129 140	137 302	131 907	174 002
Opérations de refinancement à plus long terme	514 965	513 215	514 162	508 007	505 682
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	751	0	11	125	64
Appels de marge versés	4	0	3	0	1
<b>Autres créances en euros sur les établissements de crédit de la zone euro</b>	61 263	60 637	68 425	61 160	57 409
<b>Titres en euros émis par les résidents de la zone euro</b>	581 631	583 136	583 634	576 643	573 745
Titres détenus à des fins de politique monétaire	219 621	219 578	219 578	216 669	215 260
Autres titres	362 010	363 558	364 056	359 973	358 485
<b>Créances en euros sur les administrations publiques</b>	27 273	27 273	27 273	27 273	27 267
<b>Autres actifs</b>	244 246	239 725	239 388	241 989	243 166
<b>Total de l'actif</b>	<b>2 217 128</b>	<b>2 167 718</b>	<b>2 185 009</b>	<b>2 163 727</b>	<b>2 197 095</b>
<b>2. Passif</b>					
	<b>2 mai 2014</b>	<b>9 mai 2014</b>	<b>16 mai 2014</b>	<b>23 mai 2014</b>	<b>30 mai 2014</b>
<b>Billets en circulation</b>	950 285	948 883	947 718	947 155	953 817
<b>Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	383 269	349 528	363 185	329 792	352 187
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	240 192	150 019	201 415	168 545	209 392
Facilité de dépôt	39 078	33 844	17 482	23 774	39 910
Reprises de liquidité en blanc	103 946	165 533	144 281	137 465	102 878
Cessions temporaires de réglage fin	0	0	0	0	0
Appels de marge reçus	53	133	7	7	7
<b>Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro</b>	2 757	2 900	2 546	2 793	1 687
<b>Certificats de dette émis</b>	0	0	0	0	0
<b>Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	147 698	139 579	142 444	157 695	163 008
<b>Engagements en euros envers les non-résidents de la zone euro</b>	78 380	79 772	79 714	77 055	76 456
<b>Engagements en devises envers les résidents de la zone euro</b>	1 470	1 166	1 050	1 232	1 005
<b>Engagements en devises envers les non-résidents de la zone euro</b>	4 486	5 100	4 868	5 788	5 342
<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>	214 041	206 251	209 125	207 840	209 205
<b>Comptes de réévaluation</b>	288 913	288 913	288 913	288 913	288 913
<b>Capital et réserves</b>	92 999	92 797	92 617	92 635	92 644
<b>Total du passif</b>	<b>2 217 128</b>	<b>2 167 718</b>	<b>2 185 009</b>	<b>2 163 727</b>	<b>2 197 095</b>

Source : BCE

## 1.2 Taux directeurs de la BCE

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

	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement			Facilité de prêt marginal	
			Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable			
	Niveau 1	Variation 2		Niveau 3	Taux de soumission minimal	Variation 5	Niveau 6
			Niveau 4				
Avec effet à compter du <sup>1)</sup> :							
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 fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Opérations principales de refinancement								
2014 26 février	94 036	112	94 036	0,25	–	–	–	7
5 mars	87 047	96	87 047	0,25	–	–	–	7
12	92 565	99	92 565	0,25	–	–	–	7
19	96 906	103	96 906	0,25	–	–	–	7
26	121 305	121	121 305	0,25	–	–	–	7
2 avril	110 643	113	110 643	0,25	–	–	–	7
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
Opérations de refinancement à plus long terme <sup>5)</sup>								
2013 11 décembre	10 143	31	10 143	0,25	–	–	–	35
19	20 914	76	20 914	0,25	–	–	–	98
2014 15 janvier	7 092	28	7 092	0,25	–	–	–	28
30	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 <sup>6)</sup>	11 617	83	11 617	.	–	–	–	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

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

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Nombre de participants	Adjudications (montant)	Procédures d'appels d'offres à taux fixe	Procédures d'appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)		
						Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux de soumission maximal		Taux marginal <sup>4)</sup>	Taux moyen pondéré
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 26 février	Reprise de liquidité en blanc	195 520	159	175 500	–	–	0,25	0,24	0,23	7	
5 mars	Reprise de liquidité en blanc	219 131	165	175 500	–	–	0,25	0,23	0,22	7	
12	Reprise de liquidité en blanc	219 077	159	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7	
19	Reprise de liquidité en blanc	223 227	160	175 500	–	–	0,25	0,22	0,21	7	
26	Reprise de liquidité en blanc	180 901	138	175 500	–	–	0,25	0,25	0,22	7	
2 avril	Reprise de liquidité en blanc	199 721	152	175 500	–	–	0,25	0,23	0,21	7	
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	

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 Novembre <sup>2)</sup>	18 160,4	9 856,1	552,0	2 479,2	1 305,5	3 967,6	
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	

**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 14 janvier <sup>3)</sup>	103,4	248,1	144,8	0,0	0,25
11 février	103,6	216,0	112,4	0,0	0,25
11 mars	102,8	201,1	98,3	0,0	0,25
8 avril	103,6	195,2	91,6	0,0	0,25
13 mai	103,5	191,2	87,7	0,0	0,25
10 juin	103,9	.	.	.	.

**3. Liquidité**

Période de constitution prenant fin en :	Facteurs d'élargissement de la liquidité					Facteurs d'absorption de la liquidité					Comptes courants des établissements de crédit	Base monétaire
	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème							Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème	Autres facteurs (net)		
	Avoirs nets de l'Euro-système en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Facilité de prêt marginal	Autres opérations d'apport de liquidité <sup>4)</sup>	Facilité de dépôt	Autres opérations de retrait de liquidité <sup>5)</sup>					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1 073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2012	708,0	74,0	1 044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1 631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4
2013 10 décembre	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4
2014 14 janvier	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1 256,0
11 février	510,3	105,4	576,4	0,3	232,5	42,1	164,4	931,8	83,4	-12,9	216,0	1 190,0
11 mars	510,4	91,8	570,4	0,3	229,5	29,5	175,5	932,1	81,8	-17,6	201,1	1 162,8
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

Source : BCE

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



# STATISTIQUES MONÉTAIRES, BANCAIRES ET DES AUTRES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

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

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro				Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro				Titres d'OPCVM monétaires <sup>2)</sup>	Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobiliés	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	3 916,5	2 087,4	15,0	1,2	2 071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	–	26,6	658,0	8,4	414,2
2014 Janvier	4 022,3	2 197,1	15,0	1,2	2 181,0	718,1	568,6	26,6	122,9	–	25,6	663,1	8,3	410,1
Février	3 988,8	2 156,6	15,0	1,2	2 140,5	717,8	571,4	25,2	121,2	–	26,5	668,5	8,3	411,0
Mars	3 916,5	2 087,4	15,0	1,2	2 071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	–	26,6	658,0	8,4	414,2
Avril <sup>4)</sup>	3 926,5	2 101,1	14,1	1,2	2 085,9	712,3	567,6	22,7	122,0	–	26,7	662,3	8,0	416,2
<b>IFM hors Eurosystème</b>														
2012	32 694,6	17 987,2	1 153,4	11 038,4	5 795,4	4 901,6	1 627,0	1 423,3	1 851,3	66,8	1 227,8	4 045,7	214,7	4 250,9
2013	30 444,7	16 983,1	1 082,4	10 650,6	5 250,1	4 671,4	1 694,3	1 334,4	1 642,7	58,1	1 232,8	3 856,0	210,6	3 432,8
2013 T4	30 444,7	16 983,1	1 082,4	10 650,6	5 250,1	4 671,4	1 694,3	1 334,4	1 642,7	58,1	1 232,8	3 856,0	210,6	3 432,8
2014 T1	30 587,1	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	1 249,4	3 981,3	202,3	3 458,4
2014 Janvier	30 887,9	17 058,3	1 103,5	10 645,2	5 309,5	4 759,1	1 751,6	1 340,9	1 666,7	60,4	1 240,3	4 018,3	209,3	3 542,2
Février	30 744,6	16 974,8	1 095,3	10 640,9	5 238,6	4 752,0	1 768,8	1 317,3	1 665,9	53,2	1 238,0	4 003,8	208,4	3 514,3
Mars	30 587,1	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	1 249,4	3 981,3	202,3	3 458,4
Avril <sup>4)</sup>	30 747,0	16 959,4	1 093,7	10 653,2	5 212,5	4 678,3	1 790,9	1 271,4	1 616,0	54,0	1 267,7	4 035,7	202,8	3 549,2

	Total	Monnaie fiduciaire	Dépôts des 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
			Total	Administration centrale	Autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosystème</b>											
2012	5 288,1	938,2	3 062,2	81,4	64,5	2 916,4	–	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4 073,0	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	–	0,0	406,3	202,2	477,9
2013 T4	4 073,0	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	–	0,0	406,3	202,2	477,9
2014 T1	3 916,5	965,6	1 860,3	86,3	38,4	1 735,7	–	0,0	440,5	166,5	483,5
2014 Janvier	4 022,3	958,6	1 953,4	87,5	41,2	1 824,7	–	0,0	432,3	194,0	484,1
Février	3 988,8	960,0	1 921,4	94,9	42,7	1 783,7	–	0,0	445,6	177,5	484,4
Mars	3 916,5	965,6	1 860,3	86,3	38,4	1 735,7	–	0,0	440,5	166,5	483,5
Avril <sup>4)</sup>	3 926,5	975,4	1 859,4	112,4	50,2	1 696,8	–	0,0	440,0	167,5	484,1
<b>IFM hors Eurosystème</b>											
2012	32 694,6	–	17 195,3	169,6	10 866,2	6 159,5	534,7	4 848,9	2 344,0	3 494,5	4 277,2
2013	30 444,7	–	16 647,0	152,5	10 934,1	5 560,4	462,9	4 352,6	2 399,6	3 106,4	3 476,3
2013 T4	30 444,7	–	16 647,0	152,5	10 934,1	5 560,4	462,9	4 352,6	2 399,6	3 106,4	3 476,3
2014 T1	30 587,1	–	16 654,6	181,1	10 955,7	5 517,9	458,1	4 297,8	2 453,1	3 224,9	3 498,6
2014 Janvier	30 887,9	–	16 704,8	149,0	10 923,6	5 632,2	483,0	4 372,5	2 423,5	3 279,5	3 624,5
Février	30 744,6	–	16 687,9	177,6	10 941,2	5 569,1	475,0	4 344,7	2 431,6	3 250,2	3 555,2
Mars	30 587,1	–	16 654,6	181,1	10 955,7	5 517,9	458,1	4 297,8	2 453,1	3 224,9	3 498,6
Avril <sup>4)</sup>	30 747,0	–	16 660,6	144,1	10 925,4	5 591,1	463,1	4 284,1	2 462,7	3 302,3	3 574,3

Source : BCE

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

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

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

**1. Actif**

	Total	Prêts aux résidents de la zone euro			Portefeuilles de titres autres que des actions émis par les résidents de la zone euro			Portefeuilles d'actions et autres participations émises par les résidents de la zone euro	Créances sur les non-résidents	Actifs immobilisés	Autres actifs <sup>2)</sup>
		Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro	Total	Adminis-trations publiques	Autres résidents de la zone euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2012	26 246,1	12 209,7	1 170,3	11 039,4	3 629,2	2 195,4	1 433,8	767,0	4 845,6	222,9	4 571,8
2013	24 650,0	11 749,1	1 097,4	10 651,8	3 621,2	2 261,8	1 359,4	792,0	4 488,4	218,9	3 780,3
2013 T4	24 650,0	11 749,1	1 097,4	10 651,8	3 621,2	2 261,8	1 359,4	792,0	4 488,4	218,9	3 780,3
2014 T1	24 910,7	11 751,2	1 108,0	10 643,2	3 681,3	2 352,5	1 328,7	804,8	4 639,3	210,6	3 823,5
2014 Janvier	25 048,7	11 764,9	1 118,5	10 646,4	3 687,7	2 320,2	1 367,5	795,2	4 681,4	217,5	3 901,9
Février	24 992,4	11 752,3	1 110,2	10 642,1	3 682,7	2 340,2	1 342,5	793,0	4 672,3	216,7	3 875,5
Mars	24 910,7	11 751,2	1 108,0	10 643,2	3 681,3	2 352,5	1 328,7	804,8	4 639,3	210,6	3 823,5
Avril <sup>6)</sup>	25 060,8	11 762,2	1 107,8	10 654,4	3 652,5	2 358,4	1 294,0	825,6	4 698,0	210,8	3 911,8
<b>Flux</b>											
2012	87,5	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,5	-151,1	-14,0	139,0
2013	-1 613,1	-272,1	-73,7	-198,4	-27,9	46,1	-74,1	13,9	-79,3	-2,2	-1 245,6
2013 T4	-668,3	-96,7	-8,0	-88,7	-137,7	-75,2	-62,5	-5,2	-13,8	0,5	-415,3
2014 T1	187,1	-1,0	9,1	-10,1	34,7	58,3	-23,6	13,4	119,2	-8,3	29,1
2014 Janvier	287,4	-5,0	19,6	-24,7	44,6	42,8	1,8	8,0	126,4	-1,5	115,0
Février	-22,9	-1,1	-8,3	7,2	1,0	12,2	-11,2	-5,4	16,2	-0,8	-32,9
Mars	-77,5	5,1	-2,3	7,4	-10,9	3,4	-14,2	10,8	-23,4	-6,0	-53,0
Avril <sup>6)</sup>	149,5	13,9	0,1	13,8	-36,3	0,1	-36,4	19,5	64,5	0,1	87,9

**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
<b>Encours</b>										
2012	26 246,1	876,8	251,0	10 930,7	467,9	2 853,4	2 396,4	3 793,2	4 729,6	-52,9
2013	24 650,0	921,2	214,8	10 974,3	404,8	2 587,0	2 340,1	3 308,6	3 954,1	-54,9
2013 T4	24 650,0	921,2	214,8	10 974,3	404,8	2 587,0	2 340,1	3 308,6	3 954,1	-54,9
2014 T1	24 910,7	916,5	267,3	10 994,1	404,1	2 559,2	2 422,5	3 391,5	3 982,1	-26,5
2014 Janvier	25 048,7	908,3	236,5	10 964,8	422,6	2 582,9	2 385,1	3 473,5	4 108,6	-33,6
Février	24 992,4	910,2	272,6	10 983,9	421,8	2 557,5	2 405,6	3 427,6	4 039,5	-26,3
Mars	24 910,7	916,5	267,3	10 994,1	404,1	2 559,2	2 422,5	3 391,5	3 982,1	-26,5
Avril <sup>6)</sup>	25 060,8	921,8	256,4	10 975,6	409,1	2 546,1	2 434,0	3 469,8	4 058,5	-10,4
<b>Flux</b>										
2012	87,5	19,5	-5,1	184,1	-18,2	-124,8	156,0	-251,7	151,0	-23,3
2013	-1 613,1	44,4	-37,0	161,1	-46,6	-198,9	78,4	-441,7	-1 187,2	14,3
2013 T4	-668,3	27,2	-58,9	22,3	-12,7	-25,7	-2,3	-179,2	-426,0	-13,1
2014 T1	187,1	-5,3	52,1	15,7	-0,6	-27,1	38,4	70,7	13,8	29,5
2014 Janvier	287,4	-13,6	20,4	-28,9	17,8	-13,0	13,6	123,5	147,1	20,5
Février	-22,9	1,9	36,9	34,6	-0,7	-16,3	5,1	-16,4	-77,3	9,4
Mars	-77,5	6,3	-5,2	10,0	-17,6	2,1	19,6	-36,3	-56,0	-0,3
Avril <sup>6)</sup>	149,5	5,3	-10,9	-17,7	5,1	-11,6	7,4	81,5	73,9	16,4

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>

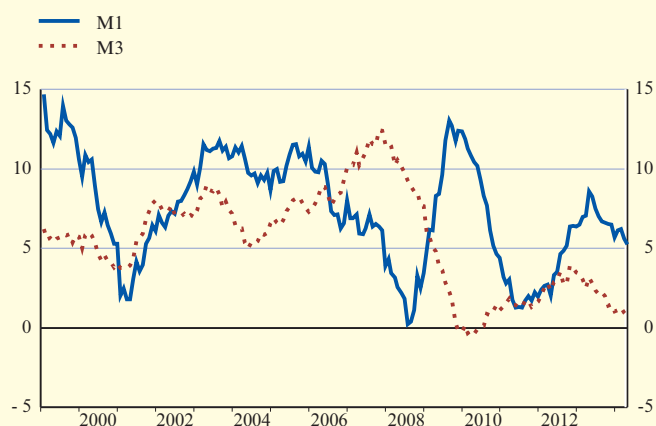
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 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	-	7 303,2	3 402,2	12 694,3	10 541,7	-	1 162,3
2013 T4	5 390,0	3 812,4	9 202,4	625,2	9 827,6	-	7 303,2	3 402,2	12 694,3	10 541,7	-	1 162,3
2014 T1	5 488,3	3 791,7	9 280,0	602,4	9 882,4	-	7 349,0	3 452,9	12 661,2	10 534,5	-	1 263,0
2014 Janvier	5 447,2	3 793,5	9 240,7	643,1	9 883,8	-	7 345,2	3 450,1	12 710,3	10 550,3	-	1 199,8
Février	5 492,0	3 783,0	9 275,1	637,9	9 912,9	-	7 329,1	3 455,1	12 678,1	10 545,1	-	1 240,7
Mars	5 488,3	3 791,7	9 280,0	602,4	9 882,4	-	7 349,0	3 452,9	12 661,2	10 534,5	-	1 263,0
Avril <sup>5)</sup>	5 498,8	3 788,7	9 287,5	589,7	9 877,1	-	7 328,6	3 458,9	12 633,6	10 553,7	-	1 264,6
<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	291,2	-66,7	224,5	-123,8	100,6	-	-90,0	-25,2	-305,6	-246,1	-220,3	361,7
2013 T4	48,7	-39,2	9,5	-20,1	-10,6	-	-18,3	-50,7	-153,1	-63,3	-57,6	155,2
2014 T1	90,5	-23,9	66,6	-22,4	44,2	-	8,4	16,8	-27,1	-8,7	-5,9	81,2
2014 Janvier	46,6	-22,8	23,9	18,0	41,9	-	-4,1	30,8	-4,9	-10,7	-10,6	12,3
Février	47,8	-9,7	38,0	-4,9	33,1	-	-10,9	-2,8	-10,0	6,4	8,5	36,7
Mars	-3,9	8,6	4,7	-35,5	-30,8	-	23,3	-11,2	-12,2	-4,3	-3,8	32,2
Avril <sup>5)</sup>	10,9	-2,8	8,2	-10,6	-2,4	-	-25,0	0,5	-27,9	21,8	23,1	4,2
<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	376,9
2014 Janvier	6,1	-2,5	2,4	-13,7	1,1	1,1	-1,2	0,2	-2,3	-2,3	-2,0	333,0
Février	6,2	-2,6	2,4	-12,4	1,3	1,1	-1,3	0,1	-2,3	-2,2	-2,0	377,2
Mars	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	376,9
Avril <sup>5)</sup>	5,2	-2,3	2,0	-15,2	0,8	.	-1,1	-0,9	-2,5	-1,8	-1,5	366,6

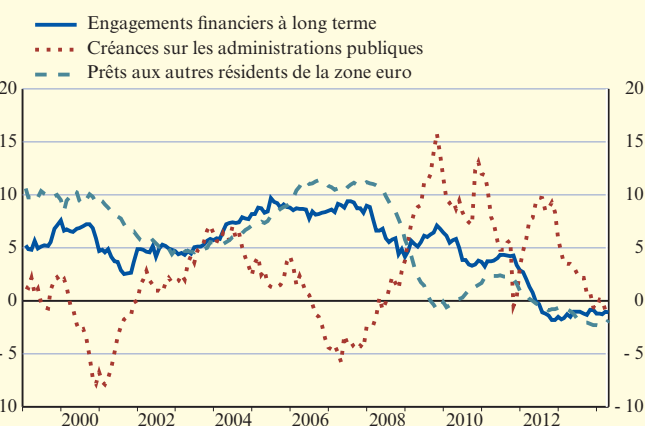
### G1 Agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(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>

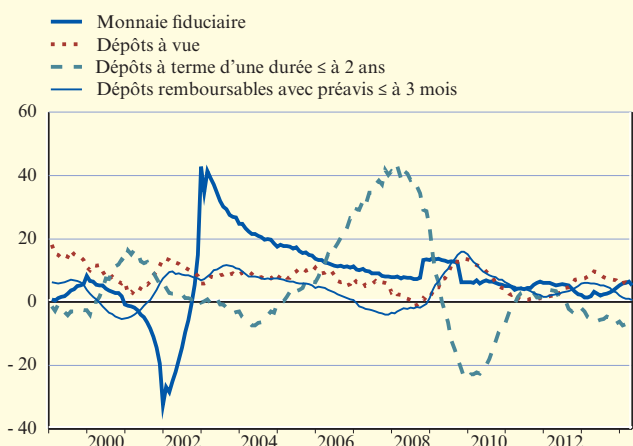
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 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	2 328,1
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	2 328,1
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	2 426,5
2014 Janvier	913,7	4 533,5	1 674,1	2 119,4	124,7	427,5	91,0	2 498,9	90,9	2 375,6	2 379,8
Février	919,1	4 572,9	1 664,3	2 118,8	130,1	421,2	86,6	2 470,8	91,3	2 360,4	2 406,5
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	2 426,5
Avril <sup>(p)</sup>	925,7	4 573,1	1 664,8	2 123,9	119,2	401,8	68,7	2 469,6	91,1	2 321,0	2 446,8
<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	79,9
2013 T4	15,9	32,9	-28,6	-10,6	9,6	-3,4	-26,3	17,2	-1,8	-18,2	-15,5
2014 T1	16,1	74,4	-26,1	2,2	-2,1	-15,8	-4,6	-37,8	-0,5	-7,9	54,5
2014 Janvier	3,6	43,1	-20,1	-2,7	5,6	9,6	2,9	-21,1	-0,8	-2,6	20,4
Février	5,3	42,4	-9,2	-0,5	5,6	-6,3	-4,3	-19,1	0,5	-3,5	11,2
Mars	7,2	-11,1	3,1	5,5	-13,3	-19,1	-3,2	2,5	-0,2	-1,8	22,8
Avril <sup>(p)</sup>	-0,7	11,6	-2,5	-0,3	2,4	-0,2	-12,8	-3,6	-0,1	-37,5	16,2
<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	3,9
2014 Janvier	5,8	6,2	-7,3	1,5	-9,1	-7,8	-34,2	-5,3	-12,5	-0,7	3,7
Février	6,2	6,2	-7,0	1,1	-2,4	-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	3,9
Avril <sup>(p)</sup>	5,3	5,2	-6,0	0,7	-7,9	-10,8	-38,8	-4,0	-8,3	-2,8	4,2

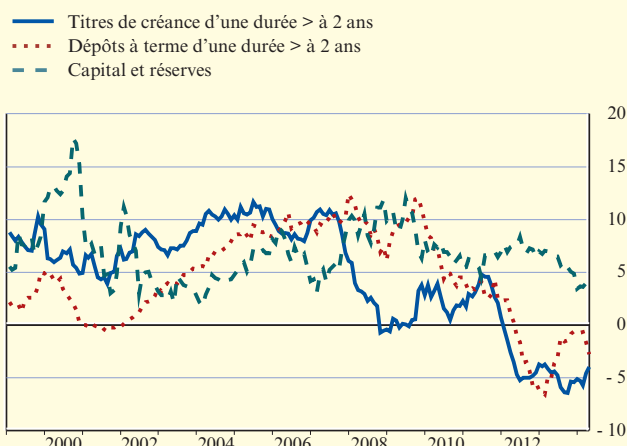
### G3 Composantes des agrégats monétaires <sup>1)</sup>

(taux de croissance annuels ; données cvs)



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

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE

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

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



## 2.3 Statistiques monétaires <sup>1)</sup>

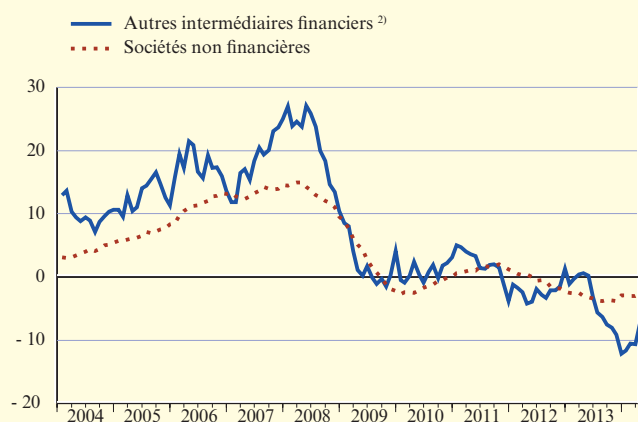
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 3. Prêts en tant que contrepartie M3

	Sociétés d'assurance et fonds de pension		Autres intermédiaires financiers <sup>2)</sup>		Sociétés non financières			Ménages <sup>3)</sup>				
	Total	Total	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 5 ans	> à 5 ans	Total	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation <sup>4)</sup>	Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
<b>Encours</b>												
2012	89,0	977,0	4 546,5	–	1 129,8	795,7	2 621,1	5 241,4	–	601,8	3 823,5	816,1
2013	98,3	866,8	4 355,9	–	1 067,8	740,4	2 547,7	5 220,6	–	573,3	3 851,6	795,7
2013 T4	98,3	866,8	4 355,9	–	1 067,8	740,4	2 547,7	5 220,6	–	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	3 867,2	792,2
2014 Janvier	99,9	850,0	4 374,0	–	1 061,3	743,2	2 569,5	5 226,5	–	572,6	3 858,3	795,7
Février	102,5	863,2	4 348,2	–	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	3 867,2	792,2
Avril <sup>4)</sup>	100,0	885,7	4 331,6	–	1 047,7	740,9	2 543,0	5 236,6	–	571,2	3 872,0	793,3
<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	-119,3	-133,1	-127,9	-44,2	-45,0	-43,9	-3,4	14,1	-18,0	27,8	-13,1
2013 T4	3,0	-33,2	-25,6	-27,2	-8,6	-17,8	0,8	-7,5	-0,6	-6,3	7,0	-8,2
2014 T1	2,8	6,9	-26,0	-25,0	-7,1	-4,2	-14,7	7,6	9,1	0,5	10,3	-3,1
2014 Janvier	1,5	-2,6	-8,9	-8,7	-8,8	-0,5	0,4	-0,8	-0,9	-0,5	1,3	-1,6
Février	2,6	11,0	-13,2	-12,9	-10,3	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	2,5	2,2	1,4	1,7	-0,5
Avril <sup>4)</sup>	-1,2	24,3	-6,7	-3,7	-10,4	6,6	-2,8	5,4	3,3	-1,1	5,0	1,4
<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	-3,0	-3,1	-4,9	-4,7	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
2014 Janvier	7,6	-11,7	-2,9	-2,8	-4,4	-5,4	-1,6	-0,2	0,2	-2,9	0,5	-1,7
Février	11,0	-10,5	-3,0	-3,1	-5,7	-4,5	-1,3	-0,1	0,4	-2,6	0,6	-1,8
Mars	9,0	-10,6	-3,0	-3,1	-4,9	-4,7	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
Avril <sup>4)</sup>	5,4	-7,4	-2,8	-2,7	-5,1	-3,4	-1,6	0,0	0,4	-2,1	0,7	-1,7

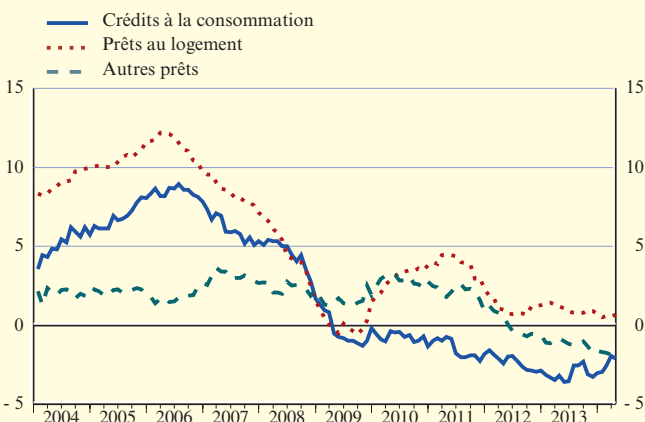
### G5 Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières <sup>1)</sup>

(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	985,8	122,6	439,0	223,7	323,0	4 344,8	1 059,6	739,3	2 545,9
2013 T4	90,0	72,6	4,1	13,3	985,8	122,6	439,0	223,7	323,0	4 344,8	1 059,6	739,3	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	733,9	2 544,0
2014 Février	100,4	83,0	3,9	13,4	971,9	114,7	431,3	221,1	319,5	4 347,4	1 050,2	739,6	2 557,6
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	733,9	2 544,0
Avril <sup>(p)</sup>	99,4	82,5	4,1	12,8	995,8	104,8	437,1	227,2	331,6	4 331,1	1 051,9	739,5	2 539,7
<b>Flux</b>													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-69,8	49,4	-50,2	3,9	-23,5	-133,6	-44,1	-45,0	-44,5
2013 T4	-8,4	-9,4	0,6	0,4	-44,1	0,9	-48,5	9,3	-4,8	-36,2	-14,1	-20,4	-1,7
2014 T1	9,3	9,4	-0,1	0,1	6,7	-4,8	5,0	-3,7	5,4	-15,6	3,5	-3,8	-15,3
2014 Février	3,2	3,4	-0,1	-0,1	17,4	8,5	17,7	-2,2	1,9	-11,3	-10,3	3,6	-4,6
Mars	-1,0	-1,0	0,1	-0,1	8,5	3,1	9,1	0,3	-0,9	-3,8	12,2	-4,5	-11,5
Avril <sup>(p)</sup>	0,0	0,5	0,1	-0,6	15,6	-13,0	-3,2	6,0	12,9	-6,4	-8,6	5,9	-3,7
<b>Taux de croissance</b>													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,2	28,2	-9,6	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 T4	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,2	28,2	-9,6	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 T1	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,2	2,9	-13,1	2,3	-7,2	-3,0	-4,9	-4,7	-1,7
2014 Février	11,0	13,2	-4,7	3,6	-8,6	-0,4	-13,7	1,9	-7,4	-3,0	-5,7	-4,5	-1,3
Mars	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,2	2,9	-13,1	2,3	-7,2	-3,0	-4,9	-4,7	-1,7
Avril <sup>(p)</sup>	5,3	5,4	1,4	5,6	-6,0	-5,6	-12,9	4,4	-2,0	-2,8	-5,1	-3,4	-1,6

**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	5 230,0	575,7	128,6	169,4	277,7	3 857,8	12,7	55,4	3 789,7	796,4	408,6	136,5	76,3	583,6
2013 T4	5 230,0	575,7	128,6	169,4	277,7	3 857,8	12,7	55,4	3 789,7	796,4	408,6	136,5	76,3	583,6
2014 T1	5 223,4	570,1	127,0	166,5	276,6	3 863,1	13,1	54,7	3 795,3	790,1	408,3	135,1	75,8	579,2
2014 Février	5 221,2	567,9	124,6	166,7	276,6	3 860,7	12,8	55,0	3 792,8	792,6	408,0	133,7	76,2	582,7
Mars	5 223,4	570,1	127,0	166,5	276,6	3 863,1	13,1	54,7	3 795,3	790,1	408,3	135,1	75,8	579,2
Avril <sup>(p)</sup>	5 227,0	570,0	126,5	165,6	277,9	3 866,4	13,1	54,7	3 798,5	790,6	406,0	134,6	76,1	579,8
<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	-0,5	-1,1	-5,3
2014 T1	-10,5	-4,5	-1,5	-1,6	-1,3	0,0	0,2	-1,0	0,8	-6,0	-1,4	-1,2	-0,5	-4,2
2014 Février	-2,1	-3,2	-1,8	-0,8	-0,6	2,6	-0,1	-0,4	3,1	-1,5	0,2	-1,6	0,6	-0,5
Mars	3,8	2,8	2,5	0,0	0,4	2,4	0,3	-0,4	2,5	-1,5	0,2	1,4	-0,3	-2,6
Avril <sup>(p)</sup>	4,5	0,3	-0,4	0,6	0,1	3,4	0,0	0,0	3,4	0,8	-1,5	-0,4	0,3	0,9
<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	-4,7	-2,8	0,6	-1,9	-1,9	-2,8	-2,9	-1,5
2014 Février	-0,1	-2,6	-3,6	-2,7	-2,0	0,6	-9,6	-3,0	0,7	-1,8	-2,3	-3,3	-3,0	-1,2
Mars	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,7	-2,8	0,6	-1,9	-1,9	-2,8	-2,9	-1,5
Avril <sup>(p)</sup>	0,0	-2,1	-1,1	-2,7	-2,1	0,7	-5,0	-2,9	0,7	-1,7	-2,0	-2,7	-2,3	-1,4

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>

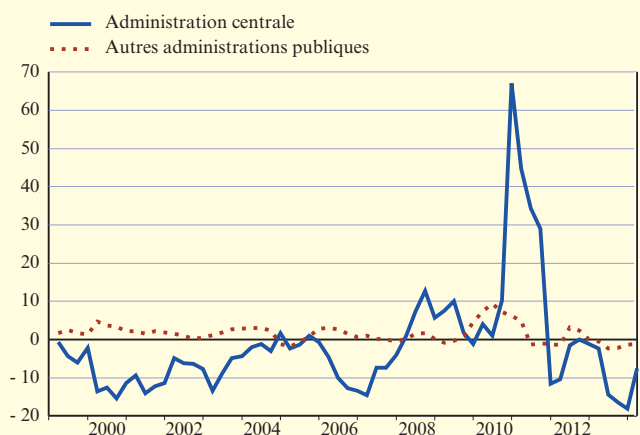
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données brutes ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 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	937,8	56,5	881,3
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	937,8	56,5	881,3
2014 T1 <sup>(p)</sup>	1 092,9	289,2	213,6	561,7	28,3	2 864,7	1 905,4	961,0	58,6	902,4
<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	0,6	0,0	136,4	115,3	22,8	2,3	20,5
<b>Taux de croissance</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	-1,5	8,9	1,9	3,7	-1,1	2,2	-1,4

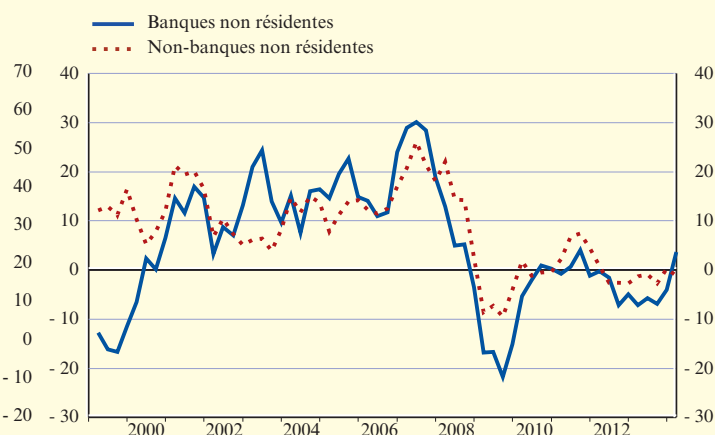
### G7 Prêts aux administrations publiques <sup>2)</sup>

(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>

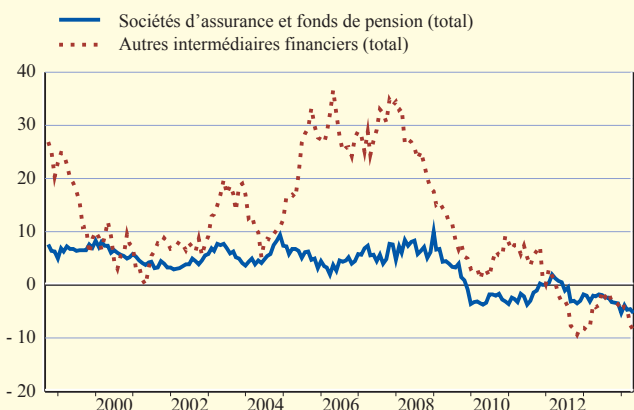
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

### 1. Dépôts des intermédiaires financiers

	Sociétés d'assurance et fonds de pension							Autres intermédiaires financiers							Pensions	Autres des contreparties centrales
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions			
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
<b>Encours</b>																
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2 015,9	410,1	236,6	1 021,0	13,6	0,3	334,4	256,7	
2013	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0	
2013 T4	653,5	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 855,4	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	249,9	178,0	
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 Janvier	677,4	119,0	77,3	461,4	8,1	0,1	11,5	1 858,5	437,2	218,9	941,0	19,8	0,5	241,2	160,5	
Février	666,6	111,4	77,1	458,7	8,3	0,1	11,0	1 858,1	438,6	216,8	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 <sup>(p)</sup>	665,0	113,6	77,8	452,8	8,0	0,1	12,7	1 801,8	434,6	220,2	887,5	17,7	0,5	241,3	162,8	
<b>Flux</b>																
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-177,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3	
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-56,3	14,8	-14,7	-76,2	3,0	0,3	16,6	30,6	
2013 T4	-15,8	-10,3	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,5	-82,1	-17,6	-13,3	-25,3	-0,5	0,2	-25,6	-16,1	
2014 T1	11,4	15,1	1,2	-6,8	0,9	0,0	1,0	-6,5	14,9	-6,5	-21,0	2,0	-0,1	4,1	-0,9	
2014 Janvier	23,2	22,5	0,6	-1,4	1,1	0,0	0,4	-4,6	11,5	-3,5	-7,0	3,3	0,0	-8,9	-17,5	
Février	-10,7	-7,4	-0,2	-2,7	0,1	0,0	-0,4	13,0	2,4	-1,4	-7,4	-2,0	0,0	21,5	18,1	
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 <sup>(p)</sup>	-0,1	2,3	-0,2	-2,8	0,0	0,0	0,7	-40,7	-4,8	5,2	-27,6	-0,7	0,1	-12,8	-14,3	
<b>Taux de croissance</b>																
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,1	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2	
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9	
2013 T4	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-3,0	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,1	9,9	
2014 T1	-4,5	-1,8	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,5	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-12,9	-10,6	
2014 Janvier	-3,9	-0,1	-7,2	-4,6	27,4	-	-4,3	-4,3	2,0	-8,6	-7,6	39,5	-	-4,0	-1,6	
Février	-4,6	-2,2	-6,9	-4,9	24,6	-	-12,7	-4,4	2,1	-7,9	-7,2	21,7	-	-3,3	-1,7	
Mars	-4,5	-1,8	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,5	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-12,9	-10,6	
Avril <sup>(p)</sup>	-5,3	-3,9	-7,2	-5,3	5,2	-	-6,5	-8,5	-2,3	-4,6	-10,9	13,0	-	-14,4	-13,9	

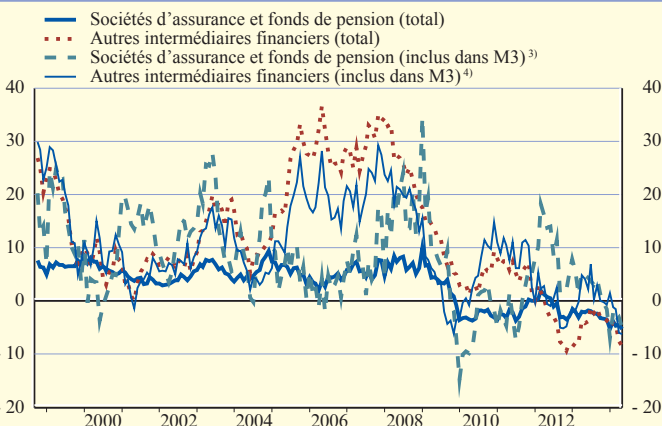
### G9 Total des dépôts par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

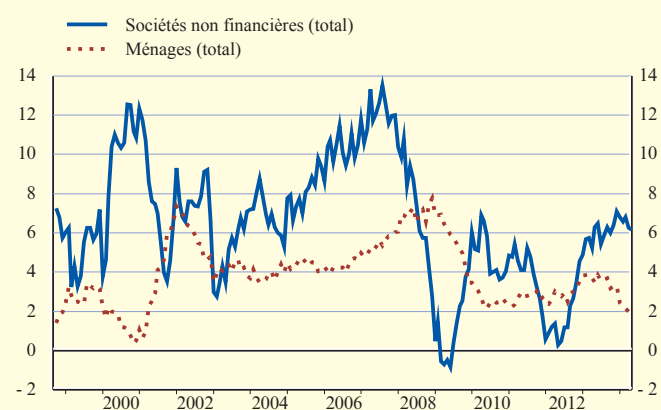
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Sociétés non financières							Ménages <sup>3)</sup>						
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme		Dépôts remboursables avec préavis		Pensions
			≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois				≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Encours</b>														
2012	1 761,8	1 148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6 118,9	2 346,2	979,1	747,8	1 937,3	98,0	10,4
2013	1 873,5	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 Janvier	1 830,1	1 192,6	401,9	123,8	94,1	1,8	16,0	6 270,3	2 521,5	873,9	811,8	1 974,4	83,7	5,0
Février	1 832,2	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 <sup>4)</sup>	1 854,7	1 213,5	399,7	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
<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	62,0	-25,5	23,7	4,2	-1,0	-1,8
2014 T1	-25,4	-25,1	-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 Janvier	-50,2	-49,1	-3,6	0,8	2,3	0,0	-0,6	3,0	-2,4	-4,4	4,9	4,7	-0,3	0,5
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 <sup>4)</sup>	2,1	-1,1	-0,7	0,1	0,6	0,0	3,2	12,6	23,9	-6,4	-2,6	-1,7	-0,3	-0,3
<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 Janvier	6,6	7,6	0,6	16,4	7,8	0,9	15,1	2,3	7,8	-11,0	8,3	1,0	-13,0	-52,7
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 <sup>4)</sup>	6,2	7,8	-1,6	14,1	5,5	26,4	51,2	2,0	6,9	-9,4	6,6	0,3	-8,8	-21,9

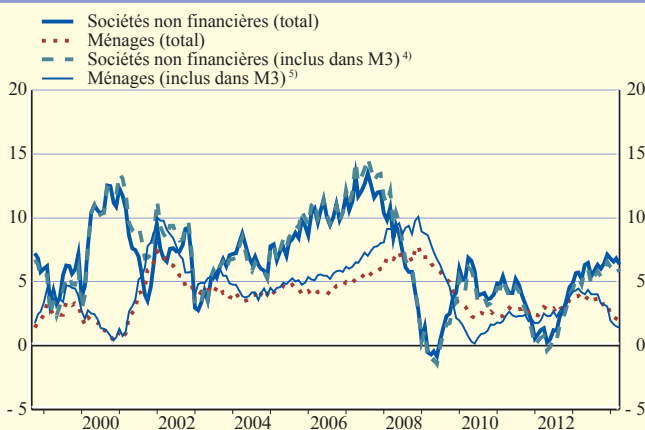
### G11 Total des dépôts par secteurs <sup>2)</sup>

(taux de croissance annuels)



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

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



Source : BCE.

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

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

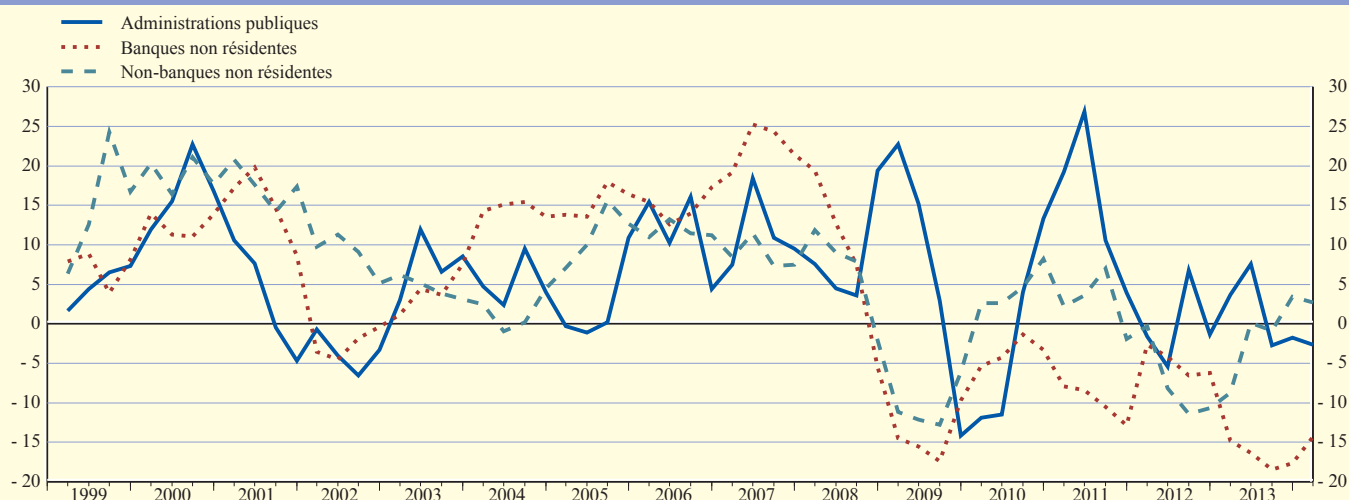
(montants en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

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

	Administrations publiques					Non-résidents de la zone euro				
	Total	Administration centrale	Autres administrations publiques			Total	Banques <sup>3)</sup>	Non-banques		
			Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale			Total	Administrations publiques	Autres
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Encours</b>										
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	110,6	123,2	2 594,9	1 667,7	926,7	33,8	892,9
<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	-8,9	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	-95,7	-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	24,7	4,0	20,7
<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	2,7	-7,7	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.

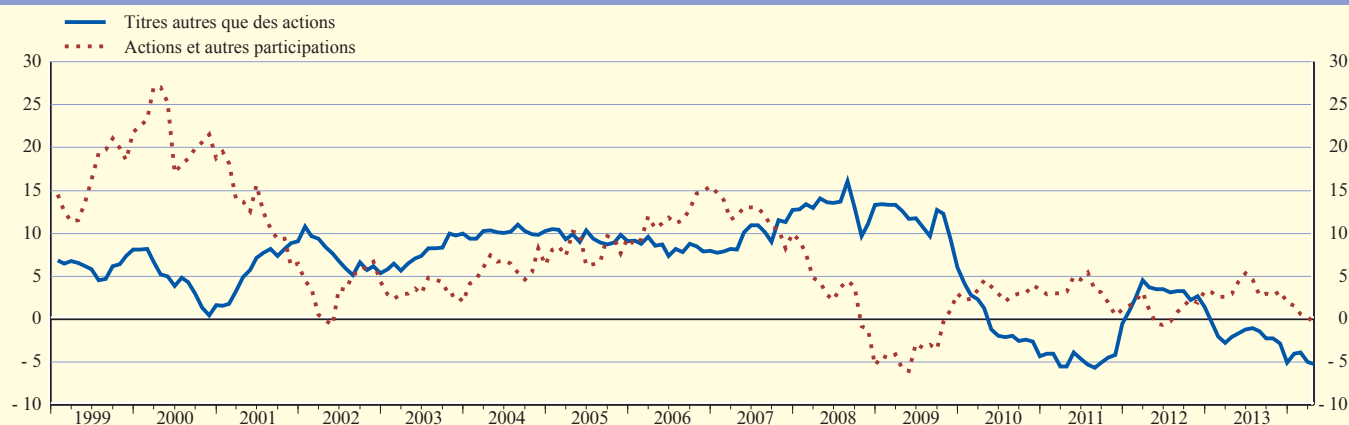
## 2.6 Titres détenus par les IFM : ventilation <sup>1), 2)</sup>

(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	1 561,7	457,3	775,5	328,9
2013 T4	5 469,9	1 540,0	102,7	1 674,0	20,3	1 305,7	28,7	798,4	1 561,7	457,3	775,5	328,9
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	462,2	787,1	310,9
2014 Janvier	5 570,2	1 557,9	108,8	1 731,6	20,0	1 310,9	30,0	811,0	1 566,6	462,1	778,2	326,3
Février	5 563,0	1 552,7	113,2	1 749,7	19,1	1 288,3	29,0	811,0	1 546,6	462,7	775,4	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	462,2	787,1	310,9
Avril <sup>(p)</sup>	5 488,5	1 504,5	111,5	1 772,2	18,7	1 242,7	28,7	810,2	1 577,2	459,8	807,9	309,6
<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	29,6	-12,2	13,2	28,6
2013 T4	-184,2	-62,8	1,6	-51,0	-9,0	-61,1	0,1	-2,1	1,8	2,3	-5,3	4,8
2014 T1	10,3	-38,2	10,4	58,0	-1,4	-20,9	0,5	1,9	-4,5	-0,6	12,6	-16,5
2014 Janvier	71,1	16,8	4,0	46,9	-0,9	0,5	0,7	3,1	8,0	2,1	7,3	-1,4
Février	7,5	-5,7	5,7	11,9	-0,6	-9,0	-0,6	5,8	-26,7	-3,1	-5,6	-18,0
Mars	-68,4	-49,3	0,7	-0,8	0,1	-12,4	0,4	-7,1	14,2	0,4	10,9	2,9
Avril <sup>(p)</sup>	-19,7	0,3	-2,3	12,5	-0,5	-35,5	-0,7	6,5	15,8	-2,2	19,5	-1,5
<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	-7,1	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,4
2014 Janvier	-4,0	-11,2	-13,1	5,1	-37,7	-5,5	27,6	-2,4	1,5	-2,1	0,9	9,1
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	-7,1	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,4
Avril <sup>(p)</sup>	-5,2	-11,4	-6,1	3,4	-37,8	-9,9	1,8	-0,8	-0,3	-0,4	0,0	-1,1

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

(taux de croissance annuels)



Source : BCE.

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

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

**2.7 Ventilation par devises d'une sélection de postes du bilan des IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(en pourcentage du total ; encours en milliards d'euros ; données de fin de période)

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

	IFM <sup>3)</sup>							Non-IFM						
	Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises				Encours toutes devises confondues	Euros <sup>4)</sup>	Autres devises					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prêts</b>														
<i>Aux résidents de la zone euro</i>														
2012	5 795,4	–	–	–	–	–	12 191,8	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5 250,1	–	–	–	–	–	11 733,0	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2013 T4	5 250,1	–	–	–	–	–	11 733,0	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 T1 <sup>(p)</sup>	5 208,9	–	–	–	–	–	11 734,9	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	937,8	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	937,8	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 T1 <sup>(p)</sup>	1 905,4	39,1	60,9	39,0	2,6	3,6	10,1	961,0	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	380,0	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	6 159,5	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11 035,9	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5 560,4	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11 086,6	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2013 T4	5 560,4	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11 086,6	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 T1 <sup>(p)</sup>	5 517,9	93,0	7,0	4,4	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	926,7	53,9	46,1	29,9	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.

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



## 2.8 Bilan agrégé des 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 Septembre	7 774,4	515,1	3 095,2	2 228,8	1 064,0	251,0	620,2
Octobre	7 933,4	530,6	3 116,1	2 303,5	1 098,9	250,7	633,5
Novembre	7 976,9	520,9	3 129,4	2 335,5	1 106,5	252,2	632,5
Décembre	7 937,5	514,5	3 110,3	2 370,2	1 117,4	254,5	570,6
2014 Janvier	8 037,6	533,7	3 169,6	2 342,5	1 119,9	255,8	616,1
Février	8 198,8	541,2	3 212,1	2 422,6	1 143,4	256,0	623,5
Mars <sup>(p)</sup>	8 354,2	550,2	3 279,6	2 416,2	1 178,2	258,4	671,7
<b>Transactions</b>							
2013 T3	57,8	-8,4	58,6	28,4	28,7	2,2	-51,7
T4	60,9	3,3	6,3	43,6	51,5	3,4	-47,2
2014 T1 <sup>(p)</sup>	282,4	38,9	104,7	41,6	19,9	3,1	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			Détenus par les non-résidents
				OPCVM			
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Encours</b>							
2013 Septembre	7 774,4	170,8	7 041,7	5 150,3	837,5	1 891,3	561,9
Octobre	7 933,4	172,1	7 194,4	5 272,1	871,1	1 922,3	566,9
Novembre	7 976,9	174,8	7 239,9	5 310,3	881,0	1 929,6	562,2
Décembre	7 937,5	169,6	7 259,2	5 327,4	885,7	1 931,8	508,7
2014 Janvier	8 037,6	180,6	7 291,6	5 359,9	887,1	1 931,7	565,4
Février	8 198,8	183,8	7 442,5	5 475,3	906,8	1 967,2	572,5
Mars <sup>(p)</sup>	8 354,2	187,9	7 524,5	5 560,9	925,1	1 962,3	641,8
<b>Transactions</b>							
2013 T3	57,8	3,7	102,0	67,9	28,3	34,1	-47,9
T4	60,9	0,6	111,4	96,1	43,8	23,9	-55,9
2014 T1 <sup>(p)</sup>	282,4	21,3	170,0	128,3	16,6	40,0	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 Août	6 893,7	2 405,2	1 820,5	1 720,1	332,5	154,2	461,3	6 805,9	87,8	869,6
Septembre	7 041,7	2 423,2	1 908,6	1 747,8	334,3	157,3	470,6	6 951,3	90,4	846,2
Octobre	7 194,4	2 443,6	1 978,4	1 795,6	335,6	159,9	481,3	7 103,8	90,6	835,9
Novembre	7 239,9	2 448,5	2 006,3	1 804,4	336,6	158,6	485,6	7 147,5	92,4	836,7
Décembre	7 259,2	2 468,8	2 043,2	1 805,8	342,2	155,2	444,0	7 163,9	95,3	819,3
2014 Janvier	7 291,6	2 499,1	2 015,0	1 822,8	344,0	158,2	452,4	7 190,4	101,2	855,0
Février	7 442,5	2 529,1	2 084,3	1 864,8	345,2	158,9	460,2	7 340,6	101,9	854,9
Mars <sup>(p)</sup>	7 524,5	2 558,9	2 092,6	1 891,5	349,0	162,3	470,2	7 418,1	106,4	835,2
<b>Transactions</b>										
2013 Septembre	41,8	-2,1	21,3	13,8	1,0	3,8	4,0	39,8	2,0	-22,9
Octobre	51,0	8,7	21,6	14,8	0,8	2,2	2,9	51,2	-0,1	-5,7
Novembre	22,1	12,1	7,7	2,2	1,8	-3,7	1,9	20,6	1,5	-2,8
Décembre	38,2	-9,5	19,5	13,7	4,2	7,3	3,0	34,5	3,7	-14,7
2014 Janvier	46,4	8,7	13,1	20,2	0,8	1,1	2,5	45,0	1,4	29,6
Février	58,1	22,7	13,3	19,6	0,1	1,8	0,5	57,5	0,6	4,9
Mars <sup>(p)</sup>	65,6	28,5	9,9	20,6	2,7	1,8	2,1	65,9	-0,4	-19,6

Source : BCE.

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

**2.9 Titres détenus par les OPCVM<sup>1)</sup> ventilés par émetteurs**

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

**1. Titres autres que des actions**

	Total	Zone euro						Reste du monde			
		Total	IFM	Adminis- trations publiques	Autres in- termédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés non financières	États membres de l'UE n'appar- tenant pas à la zone euro	États-Unis	Japon	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours</b>											
2013 T2	3 043,8	1 649,4	404,3	770,9	247,9	8,4	218,0	1 394,3	324,9	551,1	15,2
T3	3 095,2	1 686,8	394,4	798,5	257,4	9,0	227,4	1 408,4	343,5	548,7	14,9
T4	3 110,3	1 708,1	390,3	807,3	264,5	10,4	235,5	1 402,2	346,4	547,9	13,7
2014 T1 <sup>(p)</sup>	3 279,6	1 843,7	412,7	858,4	299,0	12,1	261,4	1 434,6	394,5	553,9	14,6
<b>Transactions</b>											
2013 T3	58,6	30,0	-11,6	24,1	8,5	0,5	8,5	28,7	20,4	2,7	-0,3
T4	6,3	9,3	-6,0	2,0	5,9	1,1	6,3	-3,0	6,1	-5,7	-0,6
2014 T1 <sup>(p)</sup>	104,7	63,7	9,5	27,1	12,4	0,8	13,8	40,5	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	2 095,3	738,7	58,9	-	52,5	28,1	599,1	1 356,6	181,7	482,2	109,5
T3	2 228,8	817,6	72,6	-	56,5	30,4	658,1	1 411,3	197,8	502,6	112,8
T4	2 370,2	886,6	85,4	-	64,9	35,5	700,8	1 483,6	215,4	536,0	123,2
2014 T1 <sup>(p)</sup>	2 416,2	920,3	91,4	-	53,3	33,8	741,8	1 497,0	215,4	552,9	117,2
<b>Transactions</b>											
2013 T3	28,4	13,0	1,3	-	0,4	0,6	10,7	15,4	3,3	12,2	0,9
T4	43,6	18,2	3,6	-	2,2	1,6	10,8	23,5	8,7	0,6	10,0
2014 T1 <sup>(p)</sup>	41,6	20,1	2,7	-	1,4	-0,5	16,6	21,5	4,8	21,9	0,3

**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	1 018,4	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,0	0,6
T3	1 064,0	923,8	86,2	-	837,5	-	-	140,3	33,8	47,6	0,5
T4	1 117,4	970,8	85,1	-	885,7	-	-	146,6	36,6	49,3	0,5
2014 T1 <sup>(p)</sup>	1 178,2	1 013,0	87,9	-	925,1	-	-	165,2	40,6	61,9	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>	19,9	18,0	1,4	-	16,6	-	-	1,9	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 T1	7 142,0	772,4	456,3	2 735,4	846,7	1 621,3	76,5	261,8	221,2	150,5
T2	7 154,9	775,6	463,7	2 745,1	843,2	1 625,1	79,7	254,2	219,4	148,9
T3	7 155,8	792,4	462,4	2 769,2	788,2	1 585,1	87,4	255,6	267,1	148,4
T4	7 165,4	785,2	472,0	2 727,8	793,1	1 618,7	91,2	253,6	273,6	150,1
2012 T1	7 451,6	797,5	470,8	2 870,9	806,0	1 715,6	103,2	258,2	280,9	148,4
T2	7 475,1	786,3	470,0	2 884,1	801,3	1 719,6	107,0	261,4	296,3	149,2
T3	7 689,5	785,8	479,0	2 999,0	819,1	1 798,7	109,1	263,0	286,4	149,4
T4	7 776,2	788,5	477,9	3 045,2	817,2	1 840,0	110,4	261,8	283,9	151,3
2013 T1	7 913,5	797,5	477,1	3 077,0	833,9	1 912,9	115,0	266,7	281,4	152,0
T2	7 855,5	776,9	476,2	3 067,5	831,4	1 907,0	99,6	265,7	277,2	153,9
T3	7 952,2	769,5	479,9	3 085,9	852,6	1 979,2	95,0	265,3	269,2	155,5
T4 <sup>(p)</sup>	8 022,6	756,1	481,1	3 144,2	867,3	2 013,6	85,7	263,4	255,0	156,2

**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 T1	2 735,4	2 318,3	624,9	1 286,3	236,1	17,2	153,7	417,1	
T2	2 745,1	2 328,2	629,8	1 289,2	235,1	16,7	157,4	416,8	
T3	2 769,2	2 350,3	635,9	1 311,4	227,3	16,8	158,9	418,9	
T4	2 727,8	2 304,7	634,3	1 266,3	223,6	16,4	164,2	423,1	
2012 T1	2 870,9	2 419,9	667,7	1 322,2	235,1	16,9	178,0	451,0	
T2	2 884,1	2 414,8	672,6	1 306,2	237,2	16,7	182,1	469,3	
T3	2 999,0	2 504,6	704,3	1 344,8	244,5	17,1	193,8	494,4	
T4	3 045,2	2 538,2	689,4	1 383,1	249,7	17,8	198,3	507,0	
2013 T1	3 077,0	2 584,2	714,3	1 389,2	253,9	17,4	209,5	492,8	
T2	3 067,5	2 565,0	681,5	1 402,7	255,0	17,4	208,4	502,4	
T3	3 085,9	2 575,1	680,6	1 407,2	259,1	17,7	210,4	510,8	
T4 <sup>(p)</sup>	3 144,2	2 619,3	657,5	1 480,6	258,8	17,9	204,5	524,8	

**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 T1	6 921,6	263,4	39,9	465,9	5 976,8	3 288,1	1 863,5	825,2	175,6	220,4
T2	6 943,4	263,0	42,4	454,6	6 006,9	3 309,9	1 874,7	822,3	176,4	211,5
T3	7 052,5	270,7	41,6	409,9	6 139,5	3 292,3	2 026,4	820,8	190,7	103,3
T4	7 068,8	263,7	41,3	408,8	6 167,1	3 302,3	2 050,8	813,9	188,0	96,6
2012 T1	7 227,3	271,3	43,4	440,1	6 282,0	3 336,7	2 111,6	833,7	190,5	224,3
T2	7 292,2	280,8	42,2	421,5	6 349,1	3 334,0	2 178,2	836,8	198,6	182,9
T3	7 365,7	292,0	44,1	452,6	6 388,4	3 379,5	2 173,6	835,4	188,7	323,8
T4	7 467,6	266,4	49,0	480,7	6 459,9	3 412,9	2 218,0	828,9	211,6	308,6
2013 T1	7 568,8	281,3	48,4	497,8	6 526,7	3 456,2	2 219,4	851,1	214,7	344,7
T2	7 617,9	280,6	45,4	506,7	6 561,7	3 470,4	2 243,2	848,1	223,4	237,7
T3	7 642,4	279,1	45,9	522,7	6 579,3	3 509,5	2 223,3	846,5	215,4	309,7
T4 <sup>(p)</sup>	7 722,1	268,9	46,4	550,3	6 645,0	3 555,3	2 247,1	842,7	211,5	300,5

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
Principales rubriques des placements financiers (+)								
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
Principales rubriques du financement (-)								
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
Autres variations des actifs (+)								
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>	15	1	22	41	-6	-9	8	37
<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>	49	-22	-59	176	59	12	-54	-100
<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>	-146	-168	-204	13	-5	-73	-36	-51

Source : BCE

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



## MARCHÉS FINANCIERS

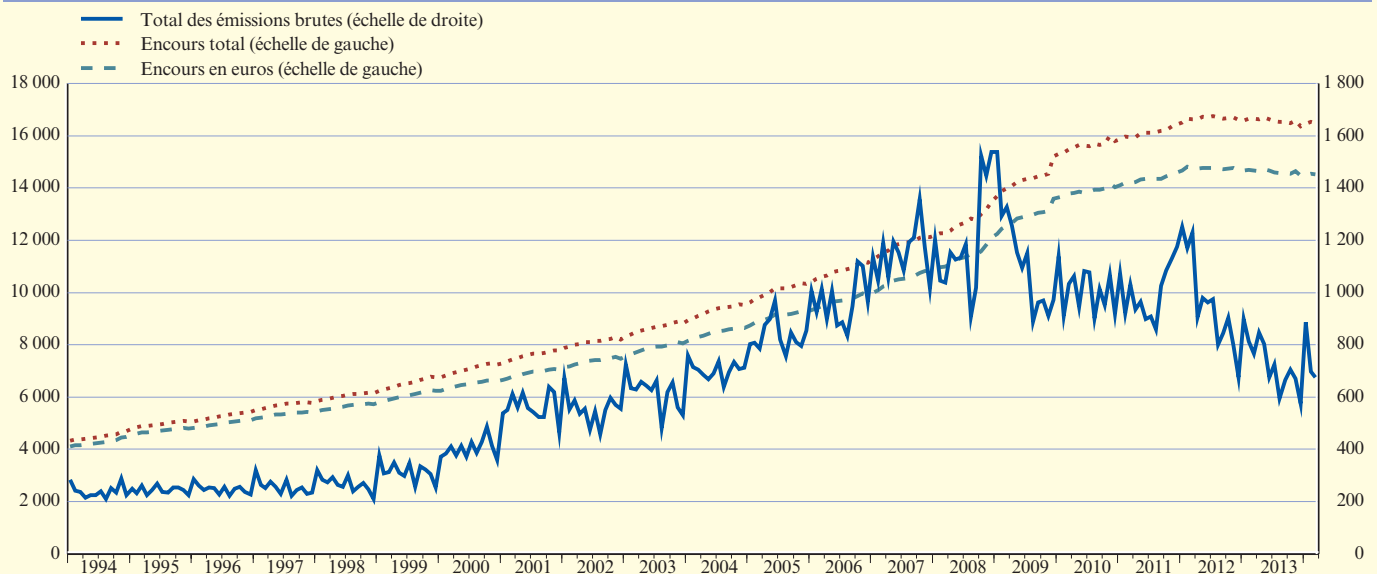
### 4.1 Titres autres que des actions, par échéances initiales, lieu de résidence de l'émetteur et devises

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

	Total en euros <sup>1)</sup>			Par les résidents de la zone euro								Données cvs <sup>2)</sup>	
	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	En euros			Toutes devises confondues						
				Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Encours	Émissions brutes	Émissions nettes	Taux de croissance annuels	Émissions nettes	Taux de croissance semestriels	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>													
2013 Mars	16 895,9	686,2	-69,3	14 661,9	635,6	-24,5	16 645,9	767,4	-19,3	-0,2	-15,7	-1,1	
Avril	16 887,9	757,6	-7,7	14 647,9	709,0	-13,6	16 622,5	847,1	-6,8	-0,3	-12,7	-1,4	
Mai	16 955,2	710,0	68,5	14 720,7	664,0	74,0	16 710,9	803,1	92,6	0,0	13,3	-1,0	
Juin	16 892,6	600,3	-62,2	14 669,1	557,6	-51,1	16 641,9	674,8	-62,3	-0,3	-23,7	-0,9	
Juillet	16 826,4	639,4	-66,0	14 596,3	590,7	-72,3	16 549,5	725,4	-79,9	-0,9	-57,2	-1,4	
Août	16 803,2	515,6	-23,4	14 571,5	482,0	-25,0	16 535,6	594,2	-17,1	-0,8	18,4	-0,9	
Septembre	16 813,2	606,3	10,4	14 564,5	555,6	-6,5	16 522,8	666,5	-4,9	-0,7	41,5	-0,2	
Octobre	16 816,9	642,1	4,8	14 555,8	571,9	-7,5	16 491,6	705,0	-20,0	-1,0	-35,8	-0,5	
Novembre	16 927,1	597,6	110,4	14 637,3	538,8	81,7	16 578,4	670,0	85,5	-0,7	19,1	-0,5	
Décembre	16 753,7	515,5	-183,2	14 466,4	477,3	-180,7	16 362,4	575,2	-217,0	-1,2	-115,8	-1,6	
2014 Janvier	16 776,2	793,1	21,4	14 496,4	735,1	28,9	16 469,0	886,1	87,8	-0,7	67,1	-0,1	
Février	16 848,9	629,9	68,5	14 556,4	577,0	55,9	16 527,7	697,6	67,6	-0,6	7,1	-0,2	
Mars	16 829,6	647,3	-19,2	14 524,8	578,3	-31,5	16 479,2	675,7	-48,6	-0,7	-46,3	-1,3	
<b>Long terme</b>													
2013 Mars	15 566,8	246,9	-57,6	13 415,4	216,5	-2,6	15 143,9	249,6	1,4	0,8	7,0	-0,2	
Avril	15 562,0	247,7	-4,4	13 399,7	217,2	-15,4	15 125,9	248,9	-3,0	0,8	-9,9	-0,7	
Mai	15 629,4	254,5	68,6	13 473,3	223,3	74,9	15 209,9	260,9	88,4	1,0	20,5	-0,4	
Juin	15 609,0	208,2	-19,8	13 467,1	181,6	-5,6	15 186,7	201,4	-17,4	0,7	-10,1	-0,2	
Juillet	15 537,4	204,7	-71,6	13 381,8	173,1	-85,0	15 082,1	195,3	-94,3	0,1	-54,8	-1,1	
Août	15 531,9	117,2	-5,7	13 372,8	97,6	-9,2	15 080,6	112,9	-5,6	0,2	37,3	-0,1	
Septembre	15 548,5	223,7	17,0	13 378,5	190,6	6,1	15 086,9	216,7	15,7	0,2	56,5	0,5	
Octobre	15 577,6	249,1	29,3	13 389,2	199,0	10,8	15 082,9	228,2	5,1	0,0	-6,7	0,6	
Novembre	15 694,2	251,9	115,4	13 480,6	210,0	90,4	15 190,2	240,1	105,7	0,2	45,7	0,9	
Décembre	15 597,3	153,8	-97,5	13 392,0	132,9	-89,1	15 081,2	148,4	-100,4	0,1	-41,3	0,5	
2014 Janvier	15 562,4	275,2	-34,9	13 357,8	236,9	-34,2	15 089,7	289,9	-6,3	0,1	0,0	1,2	
Février	15 628,0	233,3	65,3	13 413,6	199,3	55,7	15 140,4	231,9	63,1	0,3	7,2	0,8	
Mars	15 589,4	255,7	-38,4	13 370,8	207,9	-42,8	15 094,9	237,2	-45,6	0,0	-41,2	-0,5	

### G15 Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro

(montants en milliards d'euros)



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

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

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

### 1. Encours et émissions brutes

	Encours						Émissions brutes <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Total</b>											
2012	16 596	5 399	3 254	988	6 271	684	958	589	81	68	187	32
2013	16 362	4 887	3 189	1 060	6 554	674	728	385	64	64	187	29
2013 T2	16 642	5 122	3 260	1 023	6 559	678	775	408	65	67	201	34
T3	16 523	5 004	3 242	1 055	6 552	671	662	350	52	64	171	25
T4	16 362	4 887	3 189	1 060	6 554	674	650	341	57	65	162	25
2014 T1	16 479	4 829	3 192	1 083	6 694	681	753	371	71	69	201	41
2013 Décembre	16 362	4 887	3 189	1 060	6 554	674	575	356	48	52	100	19
2014 Janvier	16 469	4 925	3 211	1 084	6 579	669	886	467	67	84	228	40
Février	16 528	4 892	3 215	1 080	6 659	681	698	333	60	60	199	44
Mars	16 479	4 829	3 192	1 083	6 694	681	676	311	86	64	175	39
	<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	1 384	530	136	83	579	56	500	289	34	50	99	27
2013 Décembre	1 281	474	110	75	570	52	427	285	20	41	66	15
2014 Janvier	1 379	533	119	87	587	53	596	372	22	57	115	29
Février	1 387	544	124	85	581	52	466	260	35	48	100	23
Mars	1 384	530	136	83	579	56	438	234	46	45	83	29
	<b>Long terme <sup>2)</sup></b>											
2012	15 108	4 798	3 119	906	5 665	621	255	99	45	16	83	12
2013	15 081	4 413	3 078	985	5 983	622	217	69	38	17	85	8
2013 T2	15 187	4 564	3 126	934	5 939	624	237	71	40	16	101	10
T3	15 087	4 465	3 110	964	5 925	623	175	56	26	18	67	8
T4	15 081	4 413	3 078	985	5 983	622	206	72	34	20	72	7
2014 T1	15 095	4 299	3 056	1 000	6 115	624	253	82	37	19	102	14
2013 Décembre	15 081	4 413	3 078	985	5 983	622	148	71	29	12	34	4
2014 Janvier	15 090	4 392	3 093	997	5 992	616	290	95	45	26	113	11
Février	15 140	4 348	3 091	995	6 078	629	232	74	25	12	100	21
Mars	15 095	4 299	3 056	1 000	6 115	624	237	77	40	19	92	9
	<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	10 681	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	10 681	2 648	1 316	883	5 382	452	137	37	18	18	59	5
2014 T1	10 754	2 570	1 311	894	5 517	461	183	46	20	16	90	11
2013 Décembre	10 681	2 648	1 316	883	5 382	452	89	27	15	11	34	2
2014 Janvier	10 686	2 633	1 316	892	5 396	448	211	59	24	23	97	8
Février	10 745	2 603	1 314	890	5 477	461	170	39	9	11	93	18
Mars	10 754	2 570	1 311	894	5 517	461	168	39	27	15	79	7
	<i>dont : long terme à taux variable</i>											
2012	4 246	1 733	1 812	88	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3 987	1 562	1 658	98	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 T2	4 075	1 606	1 724	92	484	169	70	31	17	2	17	2
T3	4 016	1 580	1 692	97	477	169	43	20	13	3	4	2
T4	3 987	1 562	1 658	98	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 T1	3 927	1 533	1 629	101	501	163	57	31	14	2	8	3
2013 Décembre	3 987	1 562	1 658	98	501	169	56	40	13	1	0	1
2014 Janvier	3 994	1 558	1 664	101	504	167	67	31	18	4	11	3
Février	3 981	1 546	1 661	100	507	168	47	29	12	0	4	3
Mars	3 927	1 533	1 629	101	501	163	58	33	11	3	8	2

Source : BCE.

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

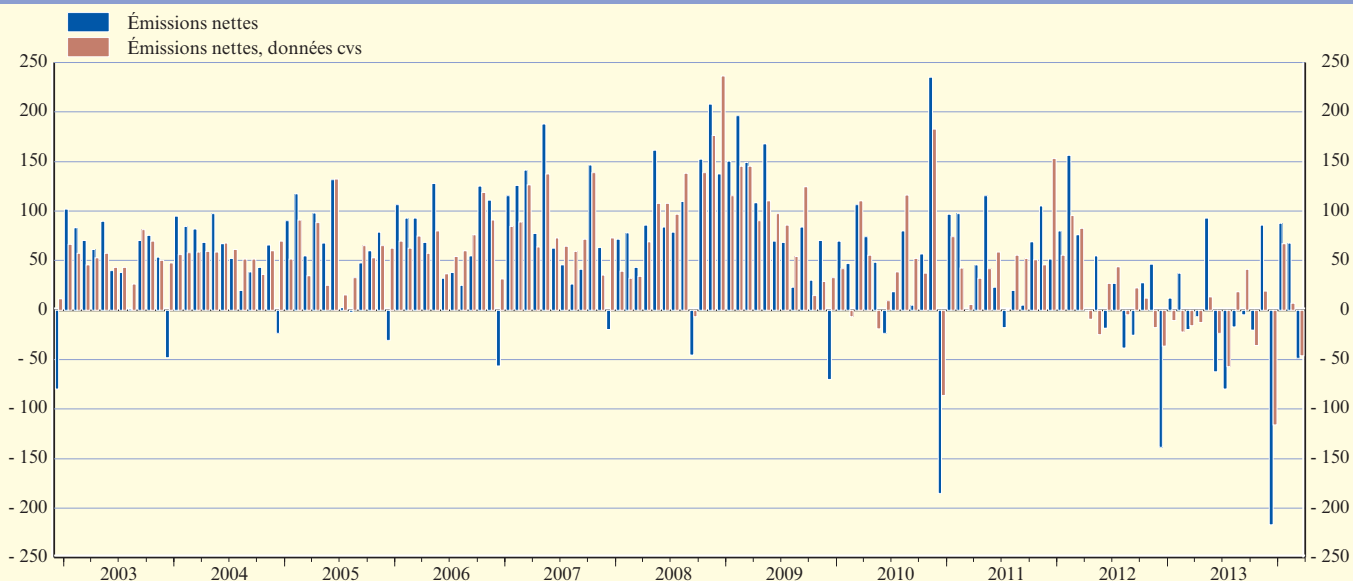
2) L'écart résiduel entre le total des titres de créance à long terme et celui des titres de créance à long terme à taux fixe et à taux variable correspond aux obligations zéro coupon et aux effets de valorisation.

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

2. Émissions nettes

	Données brutes <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	-16,7	-39,8	-6,9	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	-50,5	-35,5	-20,6	3,2	0,9	1,4	-44,2	-24,4	-41,1	6,0	14,5	0,9
2014 T1	35,6	-20,8	-0,5	7,8	46,9	2,2	9,3	-34,1	6,7	5,4	30,2	1,1
2013 Décembre	-217,0	-79,6	-61,7	-12,1	-63,3	-0,4	-115,8	-52,3	-80,1	-3,0	18,3	1,2
2014 Janvier	87,8	27,7	19,2	22,0	24,1	-5,3	67,1	9,7	32,3	20,5	5,7	-1,2
Février	67,6	-27,4	2,5	-1,7	81,3	12,8	7,1	-56,9	10,0	-5,1	47,6	11,5
Mars	-48,6	-62,8	-23,2	3,1	35,2	-0,8	-46,3	-55,1	-22,3	1,0	37,2	-7,1
	<b>Long terme</b>											
2012	30,4	0,5	0,0	10,4	15,4	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	1,4	-29,4	-3,6	7,3	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 T2	22,7	-33,1	5,3	4,0	45,1	1,3	0,2	-39,1	5,4	3,0	31,0	-0,2
T3	-28,1	-30,8	-4,1	10,9	-4,2	0,1	13,0	-27,6	6,8	11,5	19,9	2,5
T4	3,5	-14,6	-9,8	8,3	19,8	-0,2	-0,8	-5,0	-27,6	9,0	22,2	0,6
2014 T1	3,7	-38,5	-7,6	5,0	44,0	0,7	-11,4	-45,4	-0,9	4,7	31,2	-0,9
2013 Décembre	-100,4	-40,6	-37,4	0,3	-21,4	-1,3	-41,3	-22,2	-49,5	3,9	25,2	1,2
2014 Janvier	-6,3	-28,1	10,8	9,5	7,9	-6,4	0,0	-32,1	23,0	11,8	3,2	-5,9
Février	63,1	-38,7	1,5	0,3	86,5	13,4	7,2	-62,6	6,6	-0,9	52,1	11,9
Mars	-45,6	-48,7	-35,2	5,3	37,8	-4,8	-41,2	-41,7	-32,2	3,1	38,4	-8,9

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



Source : BCE.

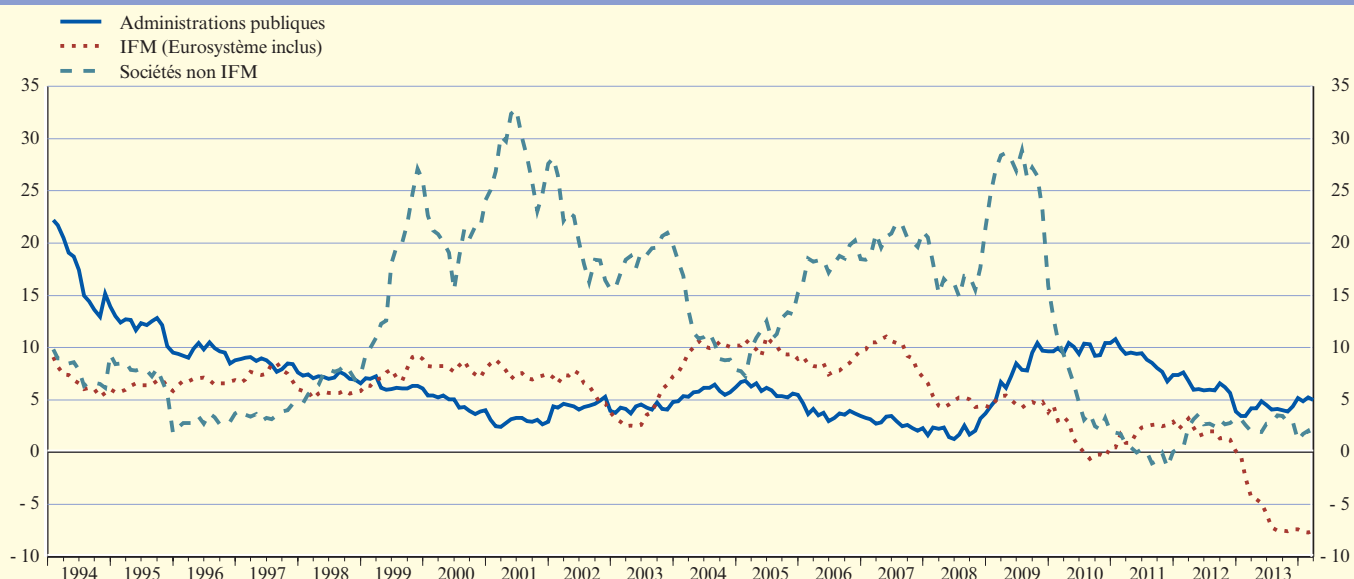
1) Les données mensuelles pour les émissions nettes concernent les transactions effectuées au cours du mois. À des fins de comparaison, les données trimestrielles et annuelles concernent les moyennes mensuelles respectives.



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

	Taux de croissance annuels (données brutes)						Taux de croissance semestriels (données cvs)					
	Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques		Total	IFM (Eurosystème inclus)	Sociétés non-IFM		Administrations publiques	
			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques			Institutions financières autres que les IFM	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres adminis- trations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2013 Mars	-0,2	-6,1	-0,8	13,1	3,6	-0,8	-1,1	-9,5	1,1	11,9	3,9	-4,7
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	-5,8	10,7	2,8	0,2
2014 Janvier	-0,7	-8,1	-1,6	9,6	4,4	-2,0	-0,1	-4,5	-3,9	13,7	3,0	2,0
Février	-0,6	-7,8	-1,7	8,4	4,5	0,7	-0,2	-5,5	-3,6	9,5	3,9	2,9
Mars	-0,7	-7,7	-2,0	7,6	4,2	-0,8	-1,3	-6,9	-6,2	6,6	4,1	1,8
<b>Long terme</b>												
2013 Mars	0,8	-4,3	-1,1	13,7	4,3	2,9	-0,2	-6,7	0,1	12,8	3,6	-1,6
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	0,0	-7,5	0,6	10,9	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,4	10,0	5,1	1,7
Novembre	0,2	-7,4	0,6	10,9	4,8	0,4	0,9	-4,7	-0,8	14,2	4,2	1,7
Décembre	0,1	-7,4	-1,4	9,7	5,7	0,6	0,5	-4,3	-4,0	13,6	4,3	3,0
2014 Janvier	0,1	-7,6	-0,7	10,2	5,5	-1,1	1,2	-3,2	-2,3	14,9	4,4	1,2
Février	0,3	-7,7	-0,2	9,7	5,6	1,8	0,8	-5,4	-2,3	11,2	5,4	3,3
Mars	0,0	-7,5	-1,6	9,2	5,4	0,9	-0,5	-6,7	-5,4	8,7	5,5	-0,3

#### 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)



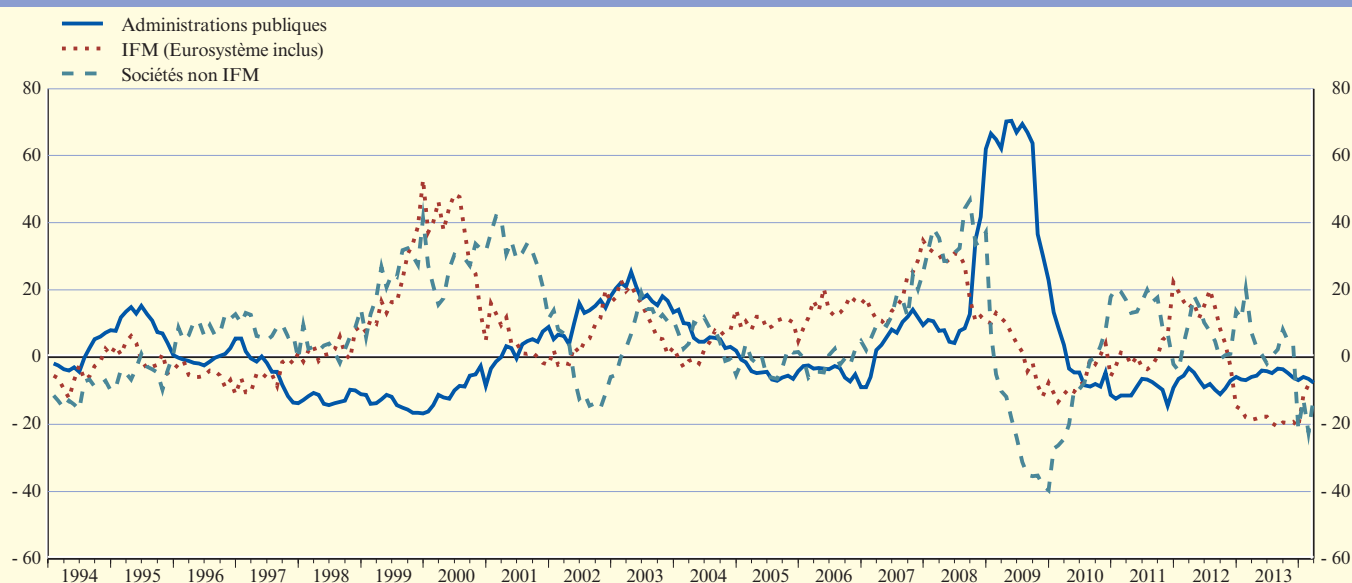
Source : BCE.

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
	Toutes devises confondues											
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	-6,5	-9,8	-7,8	11,7	6,5	-4,1
2014 T1	1,8	-5,9	1,4	9,7	4,8	1,8	-4,9	-8,5	-6,9	12,6	12,8	-2,5
2013 Octobre	2,4	-5,1	5,4	10,9	4,4	3,3	-7,4	-9,9	-7,7	11,2	-0,9	-4,9
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	-9,2	11,1	14,2	-2,9
2014 Janvier	1,7	-5,8	2,0	10,0	4,6	0,0	-5,0	-8,8	-7,5	13,4	15,8	-3,0
Février	1,8	-6,2	0,0	9,9	5,2	2,9	-4,1	-8,4	-5,0	12,5	10,5	-0,9
Mars	1,7	-6,4	0,6	8,8	5,0	3,0	-4,8	-7,2	-7,3	12,9	10,2	-4,3
	En euros											
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	-5,6	-9,3	-8,1	11,7	12,9	-2,8
2013 Octobre	2,2	-6,0	2,7	11,5	4,5	3,6	-7,9	-10,4	-8,4	13,8	-1,4	-5,4
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	-6,8	-10,2	-10,4	11,2	14,1	-3,4
2014 Janvier	1,4	-6,9	-1,4	9,7	4,6	0,0	-5,8	-9,6	-9,1	12,1	16,0	-3,1
Février	1,6	-7,4	-2,7	9,7	5,2	2,7	-4,8	-9,2	-5,9	11,4	10,7	-1,5
Mars	1,5	-7,8	-1,4	8,4	5,0	2,6	-5,4	-8,1	-8,2	12,2	10,3	-4,1

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



Source : BCE.

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

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

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

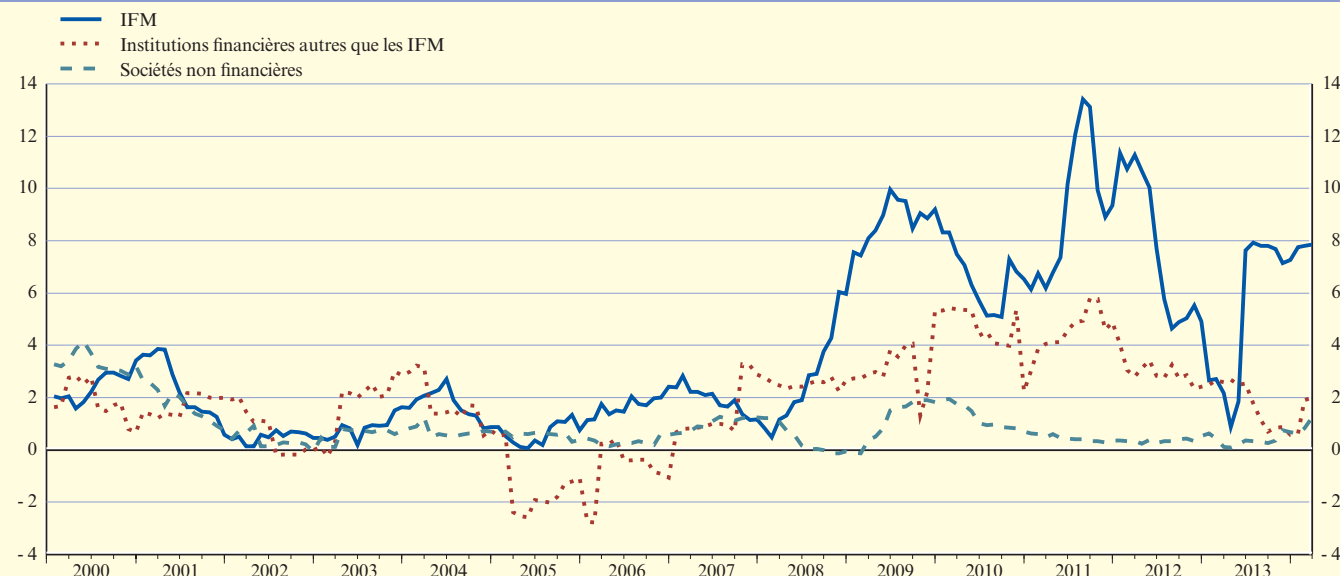
##### 1. Encours et taux de croissance annuels

(encours en fin de période)

	Total			IFM		Institutions financières autres que les IFM		Sociétés non financières	
	Total	Indice décembre 2008 = 100	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)	Total	Taux de croissance annuels (en %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 Mars	4 245,4	106,4	1,5	373,0	11,3	311,4	2,8	3 561,0	0,3
Avril	4 071,1	106,5	1,4	327,2	10,7	292,3	3,1	3 451,6	0,2
Mai	3 765,4	106,6	1,5	280,8	10,0	265,5	3,4	3 219,1	0,4
Juin	3 928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	285,0	2,8	3 325,4	0,3
Juillet	4 054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	292,1	2,7	3 452,1	0,3
Août	4 178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	309,4	3,2	3 519,7	0,3
Septembre	4 235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	323,9	2,7	3 546,2	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	108,7	1,3	597,7	7,8	456,1	0,6	4 431,4	0,6
Février	5 757,5	108,8	1,5	637,8	7,8	475,3	1,9	4 644,4	0,8
Mars	5 809,2	108,9	1,9	642,6	7,8	477,1	2,0	4 689,5	1,2

#### 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.

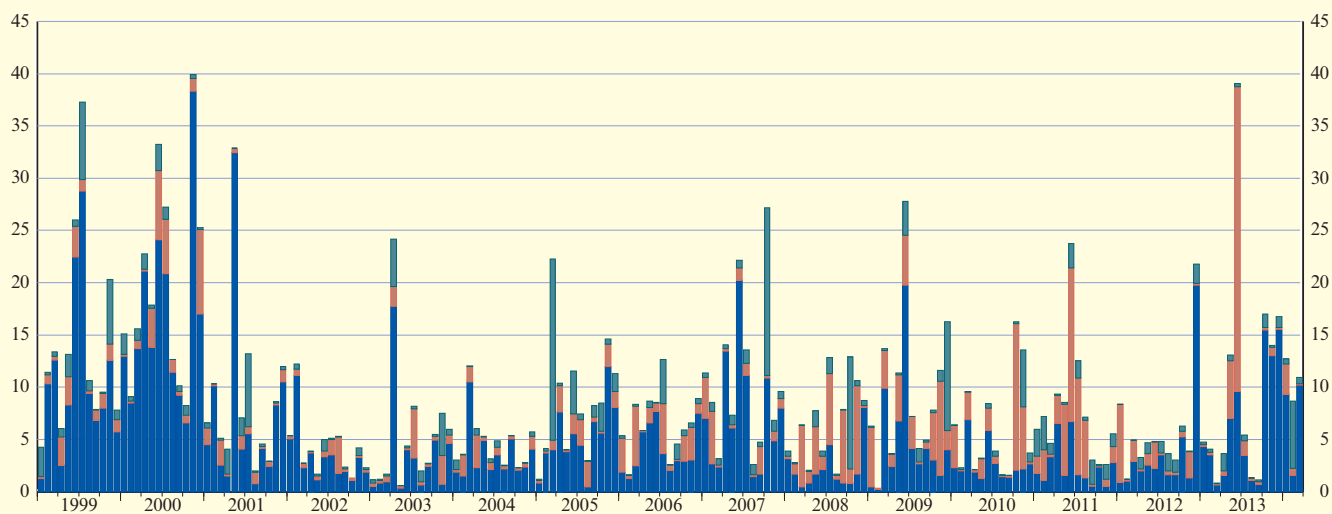
4.4 Actions cotées émises par les résidents de la zone euro  
(montants en milliards d'euros ; valeurs de marché)

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 Mars	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Avril	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
Mai	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Juin	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Juillet	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,6	0,3	3,2
Août	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
Septembre	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
Octobre	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
Novembre	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Décembre	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	10,8	8,9
2013 Janvier	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Février	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mars	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Avril	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
Mai	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
Juin	39,1	1,9	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	12,7	7,8	4,9	2,9	0,3	2,6	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	2,5	8,3	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	10,2	1,9	8,3

G20 Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs  
(montants en milliards d'euros ; opérations durant le mois ; valeurs de marché)

- Sociétés non financières
- IFM
- Institutions financières autres que les IFM



Source : BCE.

## 4.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et prêts en euros des résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

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

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

	Dépôts à vue	Dépôts des ménages					Dépôts des sociétés non financières					Pensions
		Dépôts à terme			Dépôts remboursables avec préavis <sup>2)</sup>		Dépôts à vue	Dépôts à terme				
		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans	≤ à 3 mois	> à 3 mois		≤ à 1 an	> à 1 an et ≤ à 2 ans	> à 2 ans		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2013 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	14	
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
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)

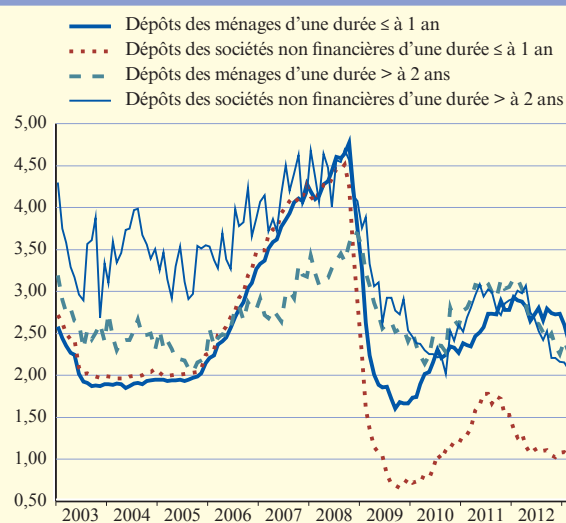
**4. Taux d'intérêt appliqués aux dépôts (encours)**

	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

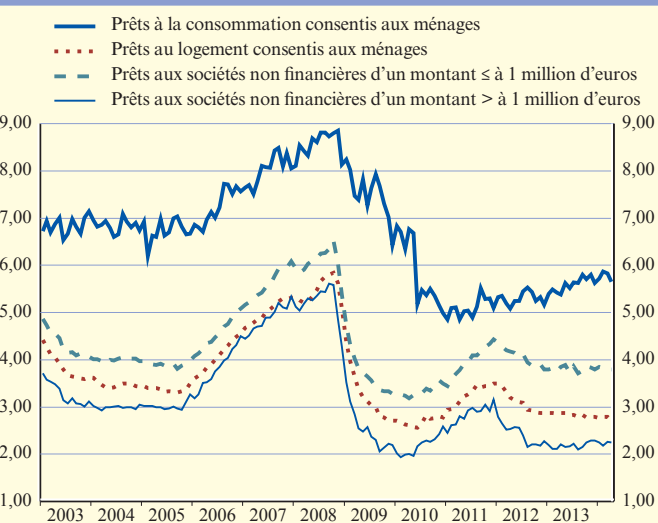
**5. Taux d'intérêt appliqués aux prêts (encours)**

	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.

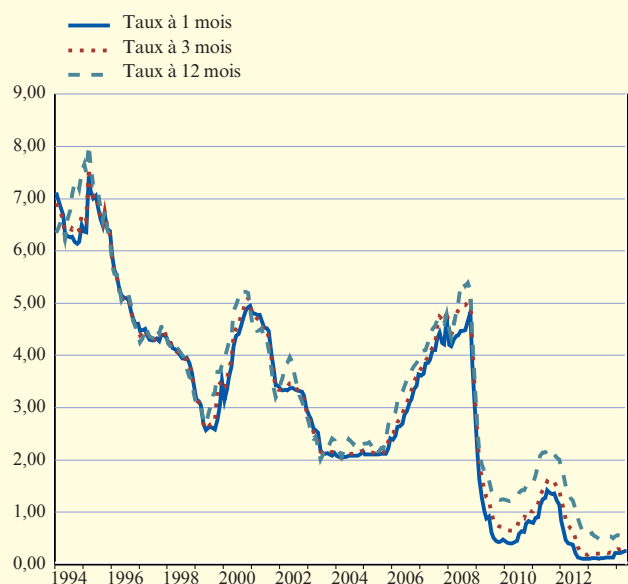
## 4.6 Taux d'intérêt du marché monétaire

(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	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 T1	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
T2	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
T3	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
T4	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 T1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
2013 Mai	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
Juin	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Juillet	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
Août	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
Septembre	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
Octobre	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
Novembre	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Décembre	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 Janvier	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
Février	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
Mars	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14
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

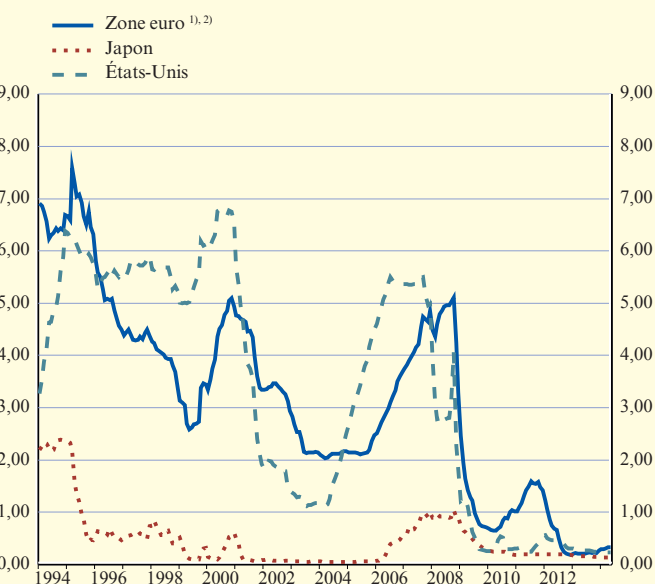
### G23 Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro <sup>1), 2)</sup>

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



### G24 Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire

(moyennes mensuelles ; en pourcentage annuel)



Source : BCE.

- 1) Pour la période antérieure à janvier 1999, les taux synthétiques pour l'ensemble de la zone euro ont été calculés sur la base des taux nationaux pondérés par les PIB. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.

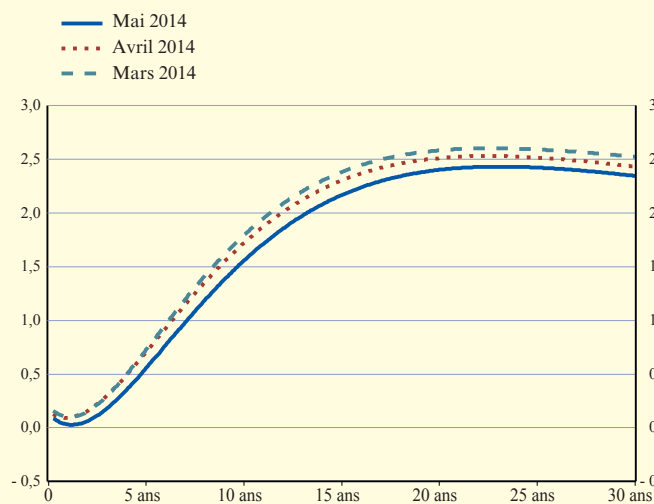
#### 4.7 Courbes des taux de la zone euro <sup>1)</sup>

(obligations notées AAA émises par les administrations centrales de la zone euro ; données de fin de période ; taux en pourcentage annuel ; écarts en points de pourcentage)

	Taux au comptant								Taux à terme instantanés			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans	10 ans - 3 mois (écart)	10 ans - 2 ans (écart)	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 T1	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
T2	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
T3	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
T4	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 T1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
2013 Mai	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
Juin	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Juillet	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
Août	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
Septembre	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Octobre	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
Novembre	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Décembre	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Janvier	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
Février	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
Mars	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
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

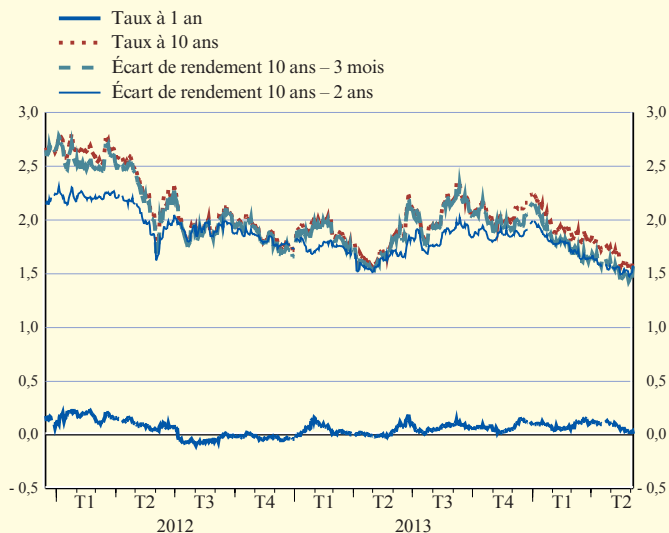
#### G25 Courbes des taux au comptant de la zone euro <sup>2)</sup>

(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.



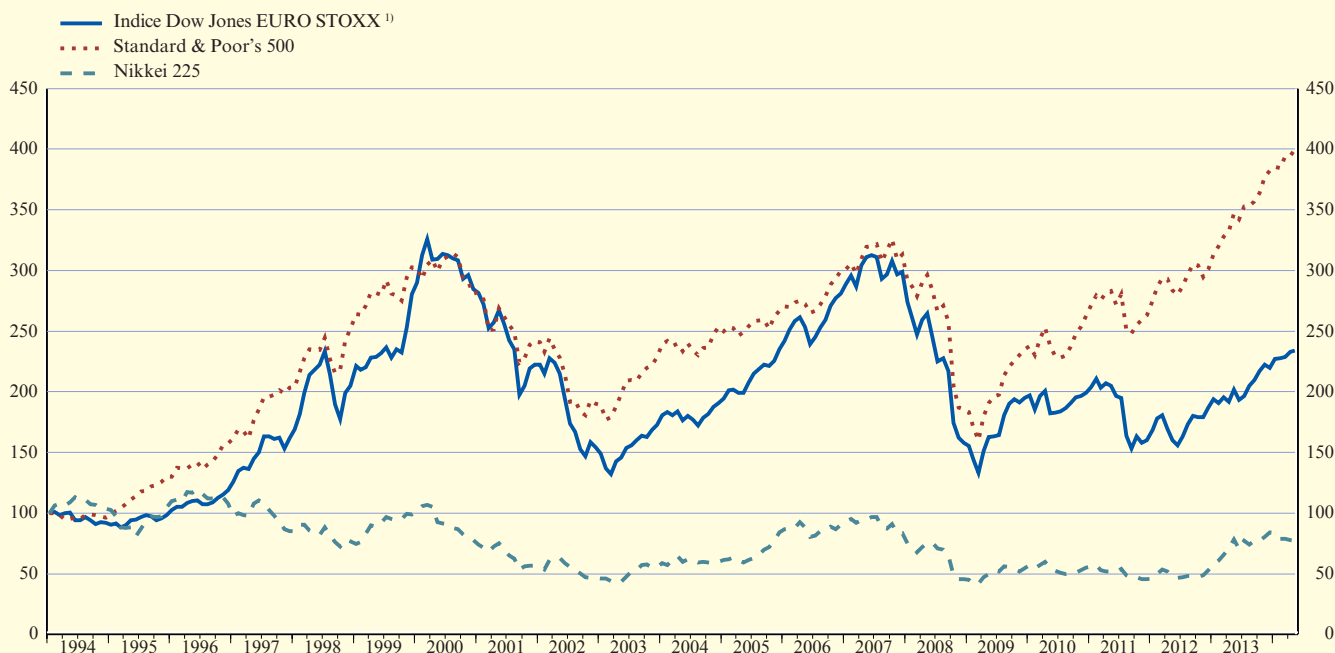
## 4.8 Indices boursiers

(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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	256,0	2 611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1 267,6	9 425,4
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2013 T1	268,2	2 676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1 514,0	11 457,6
T2	271,8	2 696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1 609,5	13 629,3
T3	282,1	2 782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1 674,9	14 127,7
T4	304,9	3 017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1 768,7	14 951,3
2014 T1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
2013 Mai	280,2	2 785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1 639,8	14 532,4
Juin	268,3	2 655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1 618,8	13 106,6
Juillet	272,4	2 686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1 668,7	14 317,5
Août	284,2	2 803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1 670,1	13 726,7
Septembre	290,6	2 864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1 687,2	14 372,1
Octobre	301,4	2 988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1 720,0	14 329,0
Novembre	308,7	3 056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1 783,5	14 931,7
Décembre	304,7	3 010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1 807,8	15 655,2
2014 Janvier	314,7	3 092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1 822,4	15 578,3
Février	315,9	3 085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1 817,0	14 617,6
Mars	317,0	3 094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1 863,5	14 694,8
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

## G27 Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225

(base : janvier 1994 = 100 ; moyennes mensuelles)



Source : BCE.

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



# PRIX, PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

## 5.1 IPCH, autres prix et coûts (variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 1. Indice des prix à la consommation harmonisé <sup>1)</sup>

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente)						Pour mémoire : prix administrés <sup>2)</sup>	
	Indice : 2005 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transformés	Produits alimen- taires non transformés	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total, hors produits alimentaires non transformés et énergie											
% du total en 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2013 T1	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,5	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,2
T2	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,6	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3
T3	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,4	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
2013 Décembre	117,9	0,8	0,9	0,7	1,0	0,1	0,1	0,8	0,0	0,6	-0,1	0,8	1,4
2014 Janvier	116,6	0,8	1,0	0,5	1,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	2,0
Février	116,9	0,7	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,5	2,0
Mars	118,0	0,5	0,9	0,0	1,1	0,0	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 <sup>3)</sup>	118,1	0,5	.	.	1,1	.	.	.	.	-0,1	.	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers					
% du total en 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013 T1	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
T2	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
T3	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
T4	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2014 T1	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
2013 Décembre	1,8	2,0	1,5	0,2	0,3	0,0	1,7	1,4	1,4	-3,4	1,5	0,5
2014 Janvier	1,7	2,0	1,3	-0,2	0,2	-1,2	1,7	1,4	1,6	-3,2	1,4	1,3
Février	1,5	1,8	0,9	-0,4	0,4	-2,3	1,8	1,4	1,8	-2,4	1,5	1,2
Mars	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 <sup>3)</sup>	0,1	.	.	.	0,0	0,0	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

- 1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.
- 2) Ces statistiques expérimentales ne peuvent fournir qu'une mesure approximative de l'administration des prix, les variations des prix administrés ne pouvant être totalement isolées d'autres influences. Pour une note expliquant la méthodologie utilisée dans le calcul de cet indicateur, se reporter au site internet d'Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicplintroduction>).
- 3) Estimation basée sur des données nationales provisoires couvrant généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur les premières informations concernant les prix de l'énergie.

## 5.1 IPCH, autres prix et coûts

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

### 2. Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier

	Prix à la production hors construction											Construction <sup>1)2)</sup>	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>1)3)</sup>	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial <sup>1)3)</sup>
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Secteur manufacturier	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
				Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation							
							Total	Biens de consommation durables	Biens de consommation non durables					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9				
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	.	
2013 T1	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,9	-2,8	-1,5	
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	-1,8	
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	-1,6	
T4	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,6	-1,5	.	
2014 T1	107,6	-1,5	-1,1	-0,5	-1,8	0,4	0,6	0,8	0,5	-4,0	.	.	.	
2013 Novembre	107,9	-1,2	-0,9	-0,4	-1,7	0,5	0,9	0,6	0,9	-3,1	-	-	-	
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	0,5	0,8	0,5	-4,4	-	-	-	
Mars	107,3	-1,6	-1,2	-0,5	-1,9	0,3	0,5	0,8	0,4	-4,3	-	-	-	
Avril	107,2	-1,2	-0,5	-0,3	-1,5	0,3	0,7	0,8	0,7	-3,3	-	-	-	

### 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				Exportations <sup>7)</sup>	Importations <sup>7)</sup>		
		Total	Aliments	Non alimentaires	Total	Aliments	Non alimentaires			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				
																1	2
% du total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0										
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0		
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8		
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,9	1,3	1,6	2,1	1,0	1,1	1,6	2,4		
2013	81,7	-8,2	-10,5	-7,0	-7,3	-7,3	-7,3	112,5	1,4	1,1	1,2	1,2	0,3	-0,3	-1,3		
2013 T1	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,1	1,6	1,4	1,4	1,7	0,5	0,3	-0,3		
T2	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,6	1,1	1,2	1,0	0,2	0,0	-1,2		
T3	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,6	1,4	1,0	1,4	1,1	0,2	-0,6	-1,6		
T4	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	112,7	1,1	0,7	0,9	1,1	0,2	-0,9	-2,0		
2014 T1	78,6	-8,4	-6,9	-9,1	-7,5	-3,9	-10,3	113,2	0,9	0,5	0,8	0,6	0,3	-0,8	-1,9		
2013 Décembre	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-		
2014 Janvier	78,8	-9,3	-11,4	-8,3	-8,9	-8,2	-9,5	-	-	-	-	-	-	-	-		
Février	79,4	-7,8	-6,1	-8,6	-7,2	-3,6	-10,0	-	-	-	-	-	-	-	-		
Mars	77,8	-8,2	-3,4	-10,5	-6,3	0,3	-11,6	-	-	-	-	-	-	-	-		
Avril	78,2	-4,1	0,9	-6,6	-2,9	2,6	-7,3	-	-	-	-	-	-	-	-		
May	79,4	-3,2	-1,0	-4,3	-1,3	2,7	-4,7	-	-	-	-	-	-	-	-		

Sources : Eurostat, calculs de la BCE effectués à partir des données d'Eurostat (colonnes 8 à 15 du tableau 3 de la section 5.1), calculs de la BCE effectués à partir des données de Thomson Reuters (colonne 1 du tableau 3 de la section 5.1), calculs de la BCE effectués à partir des données d'IPD et de sources nationales (colonne 13 du tableau 2 de la section 5.1) et calculs de la BCE (colonne 12 du tableau 2 de la section 5.1 et colonnes 2 à 7 du tableau 3 de la section 5.1).

1) Les données se rapportent à l'Euro 18.

2) Prix des consommations intermédiaires pour la construction résidentielle.

3) Données expérimentales fondées sur des sources nationales non harmonisées (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

4) Brent Blend (livraison à terme à un mois).

5) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la structure des importations de la zone euro sur la période 2004-2006.

6) Exprimés en euros. Pondération effectuée en fonction de la demande intérieure (production intérieure plus importations moins exportations) de la zone euro sur la période 2004-2006. Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

7) Les déflateurs des importations et des exportations concernent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.

**5.1 IPCH, autres prix et coûts <sup>1)</sup>**  
(variations annuelles en pourcentage)

**4. Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail**  
(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total (indice : 2005 = 100)	Total	Par activité économique									
			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>2)</sup></b>												
2012	112,7	1,9	4,3	2,7	2,6	2,0	3,1	1,0	0,6	2,5	0,6	2,3
2013	114,0	1,2	0,9	1,7	1,1	0,7	2,1	1,2	-1,3	1,0	1,2	1,2
2013 T1	114,0	1,8	3,0	2,5	0,8	1,9	2,2	0,3	-1,7	2,5	1,2	2,0
T2	113,9	1,2	1,6	2,0	1,2	1,2	1,6	0,7	-1,4	1,2	0,8	1,4
T3	114,2	1,2	1,3	2,6	2,2	0,2	2,9	0,7	-0,9	0,4	1,1	0,7
T4	114,0	0,5	-1,7	-0,7	0,2	-0,7	1,4	3,2	-1,1	0,0	1,9	0,7
<b>Rémunération par tête</b>												
2012	116,6	1,9	1,1	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2013	118,5	1,6	2,2	2,5	1,6	1,0	1,1	1,4	1,2	1,7	1,6	1,0
2013 T1	118,1	1,7	3,1	2,5	1,1	1,2	1,4	1,7	1,2	2,1	1,8	0,8
T2	118,5	1,7	2,1	2,6	2,1	1,3	1,2	1,1	2,4	2,2	1,3	1,1
T3	119,0	1,8	3,0	3,2	2,9	1,1	1,2	1,1	0,8	1,6	1,5	1,1
T4	119,0	1,5	1,0	2,1	1,4	0,6	0,6	1,9	0,7	1,2	2,2	1,3
<b>Productivité par personne employée <sup>3)</sup></b>												
2012	103,5	0,0	-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	1,2	0,8	0,5	0,3	-1,0	0,2	2,5	0,7	0,4	-0,3
2013 T1	103,6	0,0	0,1	0,0	0,4	-0,7	-0,8	1,4	3,0	-0,4	0,6	-1,2
T2	104,0	0,5	0,5	0,6	0,9	0,1	-0,4	0,4	3,9	1,0	0,5	-0,4
T3	104,2	0,6	1,6	0,6	0,7	0,8	-1,7	0,4	1,7	1,2	0,4	0,3
T4	104,4	1,0	2,7	2,8	1,2	1,3	-0,8	-1,3	1,8	1,2	0,3	0,6
<b>Rémunération par heure travaillée</b>												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	1,9	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,0	2,2	2,3	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	1,9	1,3
2013 T1	121,9	3,1	4,5	4,3	4,2	2,3	2,1	2,7	1,6	2,7	2,6	2,6
T2	121,5	1,6	1,9	1,6	1,8	1,6	0,9	1,2	2,4	2,3	1,3	1,2
T3	122,0	1,8	2,1	2,2	2,5	1,4	1,8	1,2	2,2	2,1	1,7	1,3
T4	122,0	1,3	0,0	1,0	1,3	0,7	0,7	1,6	1,0	1,5	2,1	0,8
<b>Productivité horaire du travail <sup>3)</sup></b>												
2012	106,5	0,8	-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	0,6	1,0	0,7	-0,7	0,3	3,1	1,1	0,6	0,1
2013 T1	107,5	1,2	-0,3	1,8	2,9	0,3	-0,1	2,5	3,9	0,5	1,4	0,7
T2	107,2	0,4	-0,5	-0,3	0,3	0,4	-0,7	0,4	3,9	0,9	0,4	-0,2
T3	107,3	0,7	0,9	-0,3	0,3	1,3	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,5	0,5
T4	107,6	0,8	2,3	1,8	1,0	1,2	-0,9	-1,6	2,1	1,5	0,2	0,3

**5. Indices de coûts de main-d'œuvre <sup>4)</sup>**

	Total (indice : 2008 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités			Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>5)</sup>
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Industries minières, industrie manufacturière et énergie	Construction	Services	
% du total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	
2012	108,6	1,8	1,9	1,7	2,4	2,3	2,1	
2013	110,2	1,4	1,7	0,6	2,1	0,6	1,1	
2013 T2	114,1	1,2	1,5	0,3	1,8	0,7	1,0	
T3	107,2	1,1	1,3	0,5	1,6	-0,1	1,0	
T4	116,6	1,4	1,9	0,0	1,7	0,3	0,9	
2014 T1	.	.	.	.	.	.	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).

- 1) Les données se rapportent à l'Euro 18.
- 2) Rémunération par tête (à prix courants) divisée par la productivité du travail par salarié.
- 3) PIB total et valeur ajoutée par activité économique (en volume) et par unité de facteur travail (personnes employées et heures travaillées).
- 4) Indices de coûts horaires de main-d'œuvre pour l'ensemble de l'économie, hors agriculture, sylviculture et pêche. En raison des différences de couverture, les estimations relatives aux composantes ne coïncident pas toujours avec le total.
- 5) Données expérimentales (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> pour plus de détails).

## 5.2 Production et demande

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

### 1. PIB et composantes de la dépense

	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	9 064,9	5 282,7	2 019,9	1 741,2	21,1	120,8	3 793,9	3 673,1
2011	9 444,0	9 315,1	5 427,3	2 032,6	1 796,6	58,7	128,8	4 186,7	4 057,9
2012	9 505,4	9 259,4	5 464,4	2 041,9	1 744,8	8,3	246,0	4 362,7	4 116,7
2013	9 602,6	9 271,4	5 496,0	2 068,9	1 698,3	8,2	331,2	4 410,5	4 079,3
2013 T1	2 385,4	2 311,5	1 367,7	516,2	422,8	4,8	73,9	1 085,1	1 011,2
T2	2 400,9	2 311,8	1 371,5	516,9	422,8	0,7	89,1	1 107,8	1 018,7
T3	2 406,5	2 326,4	1 377,8	519,3	425,7	3,6	80,2	1 105,3	1 025,1
T4	2 415,2	2 325,2	1 380,2	516,7	430,6	-2,3	90,0	1 118,6	1 028,6
2014 T1	2 429,0	2 341,6	1 384,5	520,5	432,0	4,5	87,4	1 120,6	1 033,1
<i>en pourcentage du PIB</i>									
2013	100,0	96,6	57,2	21,5	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	0,2	-	-	2,4	1,6
T3	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5	-	-	0,0	0,9
T4	0,3	-0,1	0,0	-0,4	0,9	-	-	1,4	0,7
2014 T1	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3	-	-	0,3	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	-5,2	-	-	0,2	-1,6
T2	-0,6	-1,3	-0,7	0,0	-3,4	-	-	1,7	0,1
T3	-0,3	-0,4	-0,4	0,5	-2,4	-	-	0,9	0,7
T4	0,5	0,2	0,1	0,1	-0,1	-	-	2,9	2,5
2014 T1	0,9	0,8	0,4	0,2	1,9	-	-	4,1	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	-0,1	-	-
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	0,3	-	-
2014 T1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	-	-
<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	0,8	0,3	0,0	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	8 610,6	143,9	1 660,8	478,1	1 622,3	358,1	439,9	1 004,8	895,7	1 686,8	320,3	992,0
2013 T1	2 139,7	36,1	412,3	120,2	402,3	90,4	109,0	249,1	220,8	420,5	79,2	245,6
T2	2 150,3	36,3	415,4	119,0	404,8	90,1	110,7	250,2	223,4	420,8	79,7	250,6
T3	2 157,9	35,7	415,8	119,4	407,5	88,9	110,4	251,8	225,4	422,3	80,8	248,6
T4	2 168,1	36,0	420,0	120,0	408,9	88,8	110,0	253,7	226,4	423,4	81,0	247,1
2014 T1	2 176,6	36,7	418,0	120,5	410,0	88,5	112,4	254,5	226,7	427,6	81,7	252,5
<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	-0,4	-0,5
T2	0,3	0,2	0,5	-0,9	0,6	0,2	-0,4	0,1	0,9	0,1	0,1	0,5
T3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,7	0,6	0,3	0,3	0,1	0,1	-0,2
T4	0,3	1,3	0,6	0,1	0,3	0,1	-0,6	0,4	0,2	0,4	-0,1	-0,3
2014 T1	0,1	1,8	-0,3	0,5	0,4	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,7
<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	-1,0	-2,8	-1,6	-5,2	-1,9	-0,5	0,3	0,8	-0,1	0,1	-1,0	-2,8
T2	-0,5	-0,9	-0,9	-4,9	-0,9	-0,3	-0,7	0,8	1,2	0,0	-0,3	-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	-1,9	1,0	-0,5	-1,6	0,7	1,9	0,3	-0,2	-0,5
2014 T1	0,9	3,4	0,9	-0,1	1,6	-0,3	0,4	0,6	1,6	0,7	0,4	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	0,3	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	-0,1	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	-1,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
T2	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	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	0,9	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)	Industrie hors construction et énergie										Énergie
			Secteur manufacturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consommation			Énergie			
							Total	Biens de consomma- tion durables	Biens de consomma- tion non durables				
% du total en 2010	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,2	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	-1,0	-0,6	-0,5	-3,6	0,0	-0,8	-2,8	
2013 T2	-1,5	100,2	-1,1	-1,0	-1,1	-2,1	-0,3	-0,7	-3,9	-0,2	-1,0	-3,6	
T3	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-1,3	-0,8	-3,7	-0,4	-2,1	-1,0	
T4	1,0	100,7	1,5	1,9	2,1	2,5	2,7	0,4	-2,7	1,0	-1,3	-1,1	
2014 T1	2,5	100,9	1,1	2,9	3,0	3,1	3,9	1,5	0,4	1,6	-8,8	8,4	
2013 Novembre	2,0	101,3	2,8	3,0	3,2	3,0	4,3	1,5	-1,4	2,1	0,3	-1,3	
Décembre	1,3	101,0	1,4	1,8	2,1	3,3	2,2	-0,2	-1,6	0,1	-1,5	0,3	
2014 Janvier	2,8	100,9	1,7	3,2	3,2	3,3	5,3	0,5	1,9	0,3	-5,8	7,5	
Février	2,7	101,1	1,7	3,7	3,7	3,9	4,0	3,0	0,5	3,3	-8,8	7,5	
Mars	0,7	100,8	-0,1	1,9	2,1	2,2	2,6	1,1	-0,9	1,3	-11,9	5,2	
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>													
2013 Novembre	1,2	-	1,4	1,2	1,2	0,6	2,2	0,5	1,6	0,3	2,5	0,1	
Décembre	0,0	-	-0,3	0,1	0,0	0,5	-0,6	0,0	0,8	0,0	-3,0	1,6	
2014 Janvier	0,3	-	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	2,1	0,3	-1,9	1,2	
Février	0,0	-	0,2	0,5	0,4	0,4	0,0	0,7	-0,8	0,7	-1,3	0,4	
Mars	-0,6	-	-0,3	-0,6	-0,7	-0,8	-0,3	-0,6	0,0	-0,5	-0,4	-0,6	

### 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				
% du total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,7	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,3	-0,1	107,3	-1,4	-0,4	96,7	-0,9	-1,0	-0,7	-1,4	-2,6	-1,0	713	-4,4
2013 T2	103,3	-1,6	106,8	-1,9	-0,4	96,6	-1,1	-1,7	-0,5	0,0	-2,8	-0,6	710	-7,2
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
T4	106,1	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	107,1	4,3	108,7	1,5	0,5	97,4	0,9	-0,3	1,9	3,7	0,5	0,8	724	5,0
2013 Décembre	107,5	4,3	108,3	0,5	-0,4	96,3	-0,4	-1,4	0,3	-0,8	-1,5	0,0	774	6,9
2014 Janvier	107,3	5,1	109,0	2,0	0,5	97,2	0,7	-0,4	1,3	2,4	0,1	1,3	706	5,5
Février	107,2	4,5	108,8	2,2	0,6	97,4	1,0	0,0	1,8	2,5	1,1	0,2	735	6,0
Mars	106,9	3,3	108,3	0,5	0,5	97,5	1,0	-0,5	2,7	6,5	0,3	0,9	731	4,0
Avril	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	747	5,1
<i>glissement mensuel en pourcentage (données cvs)</i>														
2013 Décembre	-	1,5	-	0,1	-1,2	-	-1,2	-1,5	-0,9	-2,7	-1,3	-0,1	-	5,6
2014 Janvier	-	-0,2	-	0,6	0,9	-	1,0	0,7	0,9	1,4	1,7	0,3	-	-8,8
Février	-	-0,1	-	-0,2	0,0	-	0,2	0,3	0,7	0,8	0,1	-1,4	-	4,2
Mars	-	-0,3	-	-0,5	0,1	-	0,1	0,3	0,0	-0,5	-0,7	0,7	-	-0,6
Avril	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	2,2

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					Taux d'utilisation des capacités de production <sup>3)</sup> (en %)	Indicateur de confiance des consommateurs				
		Indicateur de confiance des chefs d'entreprise				Total <sup>4)</sup>		Situation financière attendue sur les 12 prochains mois	Évolution économique attendue sur les 12 prochains mois	Évolution attendue du chômage sur les 12 prochains mois	Capacité d'épargne attendue sur les 12 prochains mois	
		Total <sup>4)</sup>	Carnets de commande	Stocks de produits finis	Prévisions de production							7
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0	
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0	
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7	
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2	
2013 T1	90,5	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,5	-11,3	-27,2	42,3	-13,1	
2013 T2	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6	
2013 T3	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2	
2013 T4	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,3	-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	
2013 Décembre	100,4	-3,4	-16,7	1,7	8,3	-	-13,5	-5,7	-9,8	29,0	-9,5	
2014 Janvier	101,0	-3,8	-16,7	3,0	8,2	80,1	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5	
2014 Février	101,2	-3,5	-16,3	2,4	8,3	-	-12,7	-4,8	-8,7	26,3	-11,0	
2014 Mars	102,5	-3,3	-16,6	3,0	9,8	-	-9,3	-4,0	-4,6	20,4	-8,2	
2014 Avril	102,0	-3,5	-15,3	3,2	8,2	79,5	-8,6	-4,1	-3,5	18,4	-8,6	
2014 Mai	102,7	-3,0	-14,6	3,3	9,0	-	-7,1	-3,4	-2,5	15,1	-7,4	

	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	Évolution de la demande sur les derniers mois	Évolution attendue de la demande durant les prochains mois
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-4,0	-6,5	7,2	1,6	3,9	1,4	3,0	7,3
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2013 T1	-28,7	-36,8	-20,7	-16,1	-24,0	10,8	-13,5	-7,7	-12,6	-8,9	-1,8
2013 T2	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
2013 T3	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
2013 T4	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2014 T1	-29,0	-39,6	-18,5	-3,0	-5,6	5,6	2,3	3,4	1,0	1,9	7,2
2013 Décembre	-26,4	-34,8	-18,0	-5,0	-9,1	6,4	0,3	0,4	-2,1	-0,4	3,6
2014 Janvier	-29,8	-41,3	-18,4	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,4	-0,6	-0,2	8,0
2014 Février	-28,5	-37,5	-19,5	-3,0	-4,3	6,0	1,3	3,3	0,5	2,4	7,0
2014 Mars	-28,7	-39,9	-17,6	-2,5	-4,3	4,9	1,8	4,5	3,2	3,5	6,7
2014 Avril	-30,4	-40,0	-20,7	-2,5	-5,8	6,1	4,4	3,5	2,3	1,5	6,7
2014 Mai	-30,0	-40,4	-19,7	-2,5	-3,1	7,7	3,4	3,8	3,2	2,1	6,0

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

- Différence entre les pourcentages des personnes interrogées donnant des réponses positives et négatives.
- L'indicateur du climat économique se compose des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, et des indicateurs de confiance dans les secteurs des services, de la construction et du commerce de détail ; l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise a une pondération de 40 %, celui dans le secteur des services de 30 %, celui des consommateurs de 20 % et les deux autres de 5 % chacun. Les valeurs de l'indicateur du climat économique supérieures (inférieures) à 100 indiquent une confiance supérieure (inférieure) à la moyenne calculée pour la période à partir de 1990.
- Les données sont recueillies chaque année en janvier, avril, juillet et octobre. Les données trimestrielles correspondent à la moyenne de deux enquêtes successives. Les données annuelles sont calculées à partir de moyennes trimestrielles.
- Les indicateurs de confiance sont calculés comme de simples moyennes des composantes présentées ; l'évaluation des stocks (colonnes 4 et 17) et du chômage (colonne 10) donne lieu à une inversion de signe pour le calcul des indicateurs de confiance.



## 5.3 Marché du travail <sup>1) 2)</sup>

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

### 1. Emploi

	Par statut			Par activité économique										
	Total	Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Personnes employées</b>														
<i>niveaux (en milliers)</i>														
2013	145 835	124 672	21 163	4 965	22 786	9 116	35 874	4 079	4 044	1 280	18 389	34 475	10 827	
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>														
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,3	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4	
<i>variation annuelle en pourcentage</i>														
2011	0,3	0,4	-0,2	-2,0	0,1	-3,7	0,7	1,3	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1	
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-0,9	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,6	
2013	-0,8	-0,8	-0,8	-1,6	-1,4	-4,5	-0,8	0,3	-0,8	-1,7	0,3	-0,3	-0,2	
2013	T1	-1,1	-1,1	-1,3	-2,9	-1,5	-5,5	-1,3	0,3	-1,1	-2,1	0,3	-0,5	0,1
	T2	-1,0	-1,1	-0,8	-1,5	-1,4	-5,7	-1,0	0,0	-1,2	-3,0	0,2	-0,4	0,1
	T3	-0,9	-0,9	-0,7	-1,1	-1,6	-4,3	-0,9	0,4	-0,4	-0,9	0,1	-0,2	-0,4
	T4	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8	-1,2	-3,0	-0,3	0,3	-0,3	-1,1	0,7	0,0	-0,8
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>														
2013	T1	-0,5	-0,5	-0,6	-1,3	-0,4	-1,4	-0,5	-0,4	-0,1	-1,0	-0,6	-0,3	-0,4
	T2	0,0	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,1	0,1
	T3	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,7	0,1	-0,1
	T4	0,1	0,1	0,0	-0,5	-0,1	-0,4	0,2	0,5	0,0	-0,9	0,2	0,3	-0,4
<b>Heures travaillées</b>														
<i>niveaux (en millions)</i>														
2013	228 788	184 181	44 606	9 972	35 887	15 806	59 436	6 528	6 370	1 962	28 574	49 089	15 164	
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>														
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,9	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6	
<i>variation annuelle en pourcentage</i>														
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,0	0,8	-3,8	0,4	1,4	-0,2	1,3	2,7	0,5	0,1	
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,9	-1,2	0,5	-0,5	-0,1	
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-4,9	-1,3	0,0	-0,9	-2,3	0,0	-0,5	-0,6	
2013	T1	-2,3	-2,4	-2,2	-2,5	-3,3	-7,8	-2,2	-0,4	-2,2	-3,0	-0,6	-1,3	-1,7
	T2	-0,9	-1,0	-0,6	-0,5	-0,6	-5,2	-1,3	0,3	-1,1	-3,0	0,3	-0,3	-0,1
	T3	-1,0	-0,9	-1,2	-0,4	-0,7	-3,9	-1,4	-0,3	-0,6	-1,8	-0,3	-0,4	-0,6
	T4	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-2,8	-0,2	0,4	0,0	-1,3	0,4	0,1	-0,5
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>														
2013	T1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,2	-1,0	-2,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,9	-1,0	-0,6
	T2	0,6	0,6	0,8	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,3	0,4	0,7	0,4	0,5
	T3	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,1	-0,6	0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,6	0,1	0,0
	T4	0,0	0,1	-0,4	-0,6	-0,3	-0,7	0,0	0,6	-0,1	-0,7	0,0	0,6	-0,4
<b>Heures travaillées par personne employée</b>														
<i>niveaux (en milliers)</i>														
2013	1 569	1 477	2 108	2 008	1 575	1 734	1 657	1 600	1 575	1 533	1 554	1 424	1 401	
<i>variation annuelle en pourcentage</i>														
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,0	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0	
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8	
2013	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	0,2	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,4	
2013	T1	-1,2	-1,3	-0,9	0,4	-1,8	-2,5	-0,9	-0,7	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-1,8
	T2	0,1	0,1	0,2	1,0	0,8	0,6	-0,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2
	T3	-0,1	0,0	-0,5	0,7	0,9	0,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,9	-0,4	-0,2	-0,1
	T4	0,2	0,2	0,3	0,4	1,0	0,2	0,1	0,2	0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,3
<i>glissement trimestriel en pourcentage</i>														
2013	T1	-0,4	-0,5	-0,2	1,1	-0,7	-0,7	-0,3	0,2	-0,2	0,4	-0,3	-0,7	-0,2
	T2	0,7	0,7	0,7	-0,8	1,6	1,5	0,5	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,4
	T3	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,2	-0,4	0,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,1
	T4	-0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,0

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

1) Les données sur l'emploi sont établies sur la base du SEC95.

2) Les données se rapportent à l'Euro 18.

### 5.3 Marché du travail

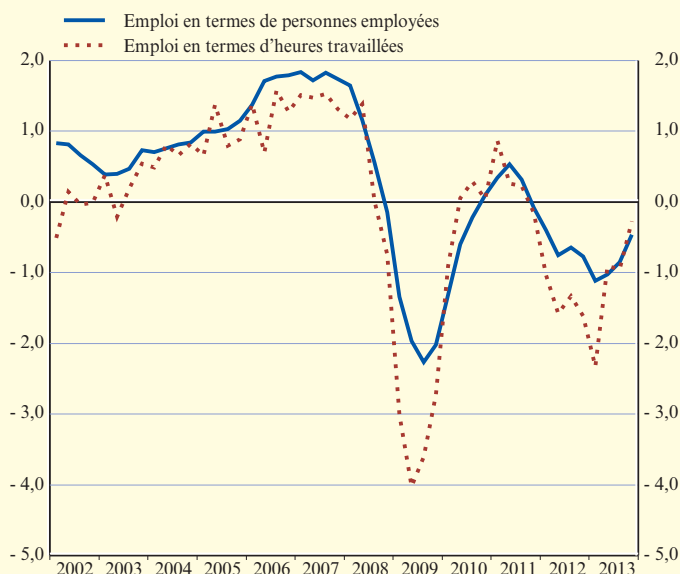
(données cvs, sauf indication contraire)

#### 2. Chômage et taux d'emplois vacants <sup>1)</sup>

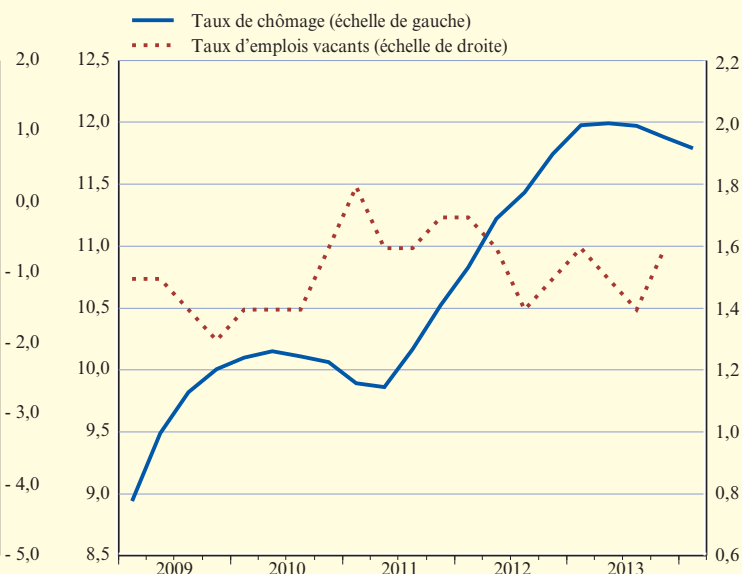
	Chômage										Taux d'emplois vacants <sup>2),3)</sup>
	Total		Par âge <sup>4)</sup>				Par sexe <sup>5)</sup>				
	Millions	En % de la population active	Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
			Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	Millions	En % de la population active	
% du total en 2010	100,0		79,3		20,7		54,2		45,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,999	10,1	12,692	8,9	3,307	21,0	8,671	10,0	7,328	10,2	1,5
2011	16,060	10,1	12,830	8,9	3,230	20,9	8,595	9,9	7,465	10,4	1,7
2012	18,094	11,3	14,585	10,1	3,508	23,1	9,746	11,2	8,348	11,4	1,6
2013	19,152	12,0	15,598	10,7	3,554	23,9	10,311	11,9	8,841	12,0	1,5
2013 T1	19,180	12,0	15,566	10,7	3,614	24,0	10,352	11,9	8,828	12,0	1,6
T2	19,222	12,0	15,656	10,8	3,566	23,9	10,347	11,9	8,875	12,1	1,5
T3	19,190	12,0	15,641	10,7	3,548	24,0	10,367	11,9	8,823	12,0	1,4
T4	19,016	11,9	15,528	10,7	3,488	23,8	10,179	11,7	8,836	12,0	1,6
2014 T1	18,864	11,8	15,425	10,6	3,439	23,7	10,123	11,7	8,741	11,9	.
2013 Novembre	19,057	11,9	15,565	10,7	3,492	23,8	10,200	11,8	8,857	12,1	–
Décembre	18,919	11,8	15,453	10,6	3,466	23,7	10,121	11,7	8,798	12,0	–
2014 Janvier	18,908	11,8	15,435	10,6	3,472	23,8	10,121	11,7	8,786	12,0	–
Février	18,858	11,8	15,429	10,6	3,429	23,6	10,134	11,7	8,723	11,9	–
Mars	18,827	11,8	15,410	10,6	3,417	23,6	10,114	11,7	8,713	11,9	–
Avril	18,751	11,7	15,370	10,6	3,381	23,5	10,104	11,7	8,646	11,8	–

#### G28 Emploi – Personnes employées et heures travaillées <sup>2)</sup>

(variations annuelles en pourcentage)



#### G29 Chômage et taux <sup>2)</sup> d'emplois vacants <sup>3)</sup>



Source : Eurostat.

1) Les données sur le chômage font référence à des personnes et suivent les recommandations de l'OIT.

2) Les données se rapportent à l'Euro 18.

3) Industrie, construction et services (à l'exclusion des ménages employeurs et des organismes extraterritoriaux) ; données brutes.

4) Adultes : 25 ans et plus ; jeunes : moins de 25 ans ; les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque tranche d'âge.

5) Les taux sont exprimés en pourcentage de la population active pour chaque sexe.



## FINANCES PUBLIQUES

### 6.1 Recettes, dépenses et déficit/excédent <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

#### 1. Zone euro – recettes

	Total	Recettes courantes										Recettes en capital		Pour mémoire : prélèvements obligatoires <sup>2)</sup>
		Impôts directs			Impôts indirects		Cotisations sociales			Cessions	Impôts en capital			
		Ménages	Sociétés	Perçus par les institutions de l'UE	Employeurs	Salariés								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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>						
		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)	Consommation collective	Consommation individuelle
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/à l'excédent des pays.

- Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations faisant intervenir le budget de l'UE sont incluses et consolidées. Les opérations entre administrations des États membres ne sont pas consolidées.
- Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.
- Comprend les dépenses totales moins le service de la dette.
- Correspond aux dépenses de consommation finale (P.3) des administrations publiques dans le SEC 95.
- Y compris les règlements opérés dans le cadre de *swaps* et de contrats de garantie de taux.

**6.2 Dette <sup>1)</sup>**  
(en pourcentage du PIB)

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

	Total	Instruments financiers				Secteurs détenteurs				
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres à court terme	Titres à long terme	Créanciers résidents <sup>2)</sup>				Autres créanciers <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Autres institutions financières	Autres secteurs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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.

- 1) Les données sont en partie des estimations. La variation annuelle de la dette nominale brute consolidée est exprimée en pourcentage du PIB, soit  $[dette(t) - dette(t-1)] / PIB(t)$ . Les prêts entre administrations publiques dans le cadre de la crise financière sont consolidés.
- 2) Le besoin de financement est, par définition, égal au flux de la dette.
- 3) Comprend, outre l'incidence des mouvements de taux de change, les effets liés à l'évaluation en valeur nominale (par exemple, primes d'émissions ou décotes par rapport au nominal).
- 4) Comprend, en particulier, l'incidence du reclassement d'unités et de certains types de prise en charge des créances.
- 5) Détenteurs résidant dans le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 6) Comprend les résidents des pays de la zone euro autres que le pays dont les administrations publiques ont émis la dette.
- 7) Écart entre la variation annuelle de la dette nominale brute consolidée et le déficit en pourcentage du PIB.
- 8) Comprend principalement les opérations sur d'autres actifs et passifs (crédits commerciaux, autres comptes à recevoir/comptes à payer et produits financiers dérivés).
- 9) Hors produits financiers dérivés.

**6.4 Recettes, dépenses et déficit/excédent trimestriels <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.

- Les recettes, les dépenses et le déficit/l'excédent sont établis conformément à la méthodologie du SEC 95. Les opérations entre le budget de l'UE et les entités n'appartenant pas au secteur des administrations publiques ne sont pas incluses. Autrement, et hormis les différents délais de transmission des données, les données trimestrielles sont cohérentes avec les données annuelles.
- Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts et les cotisations sociales.

## 6.5 Dette trimestrielle et variation de la dette <sup>1)</sup> (en pourcentage du PIB)

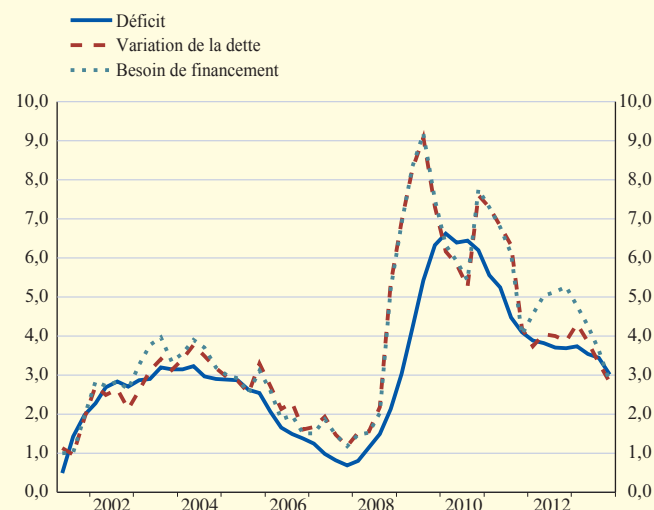
### 1. Zone euro – dette au sens de Maastricht par instruments financiers

	Total	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

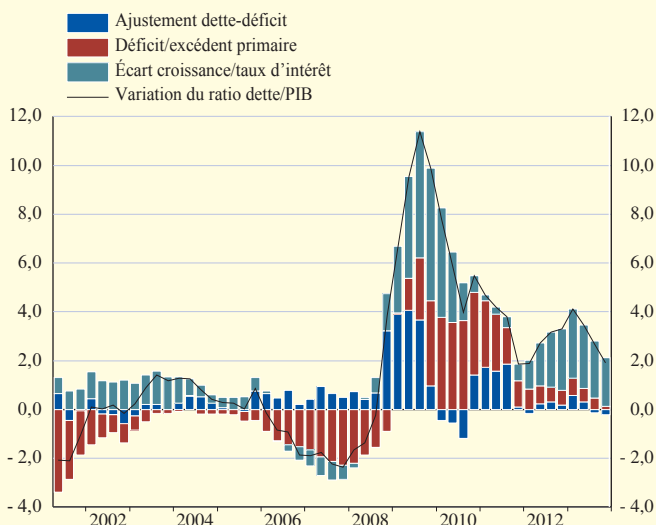
### 2. Zone euro – ajustement dette-déficit

	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.

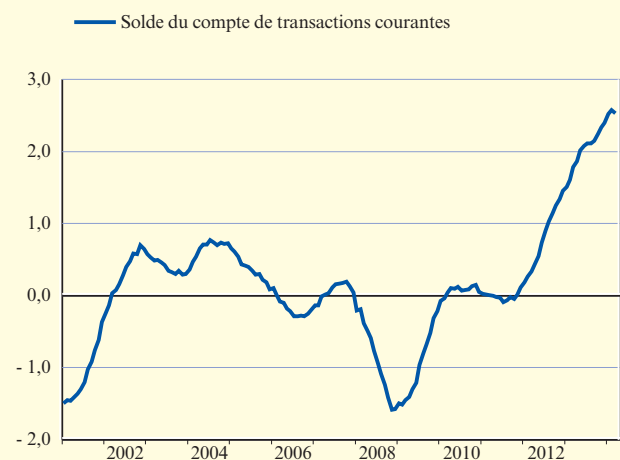


## BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE

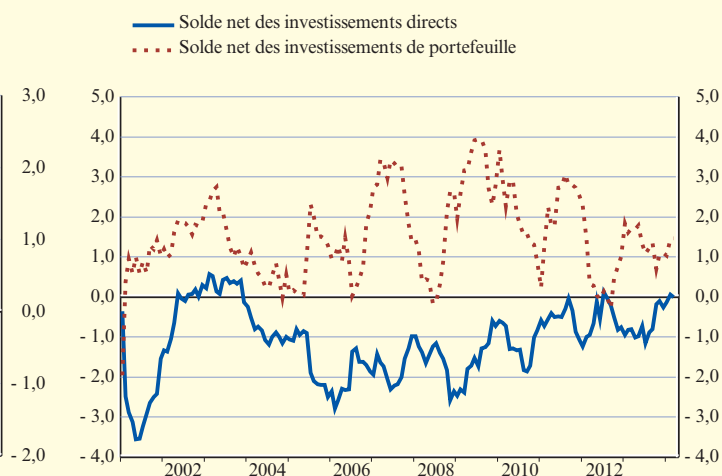
### 7.1 État récapitulatif de la balance des paiements <sup>1)</sup> (flux nets en milliards d'euros)

	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	41,6	35,1	25,0	21,4	-39,8	5,6	47,2	-41,5	-0,4	38,3	1,1	-78,7	-1,8	-5,7
2013 Mars	24,3	21,8	7,7	7,6	-12,9	0,7	25,1	-16,0	-15,5	-9,1	1,0	5,4	2,3	-9,1
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	20,9	18,9	7,2	7,4	-12,5	1,9	22,8	-24,6	-22,2	-7,6	-1,5	6,5	0,1	1,9
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2014 Mars	240,7	171,0	119,2	69,3	-118,9	23,6	264,3	-265,2	-0,1	141,7	11,1	-411,8	-6,2	0,9
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2014 Mars	2,5	1,8	1,2	0,7	-1,2	0,2	2,7	-2,7	0,0	1,5	0,1	-4,3	-0,1	0,0

**G32 Balance des paiements de la zone euro :  
compte de transactions courantes**  
(données cvs ; flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



**G33 Balance des paiements de la zone euro :  
investissements directs et de portefeuille**  
(flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

1) La convention de signes est expliquée dans les notes générales.



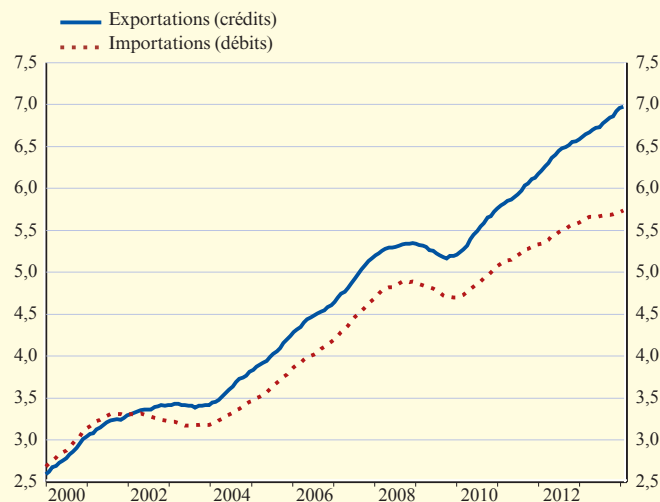
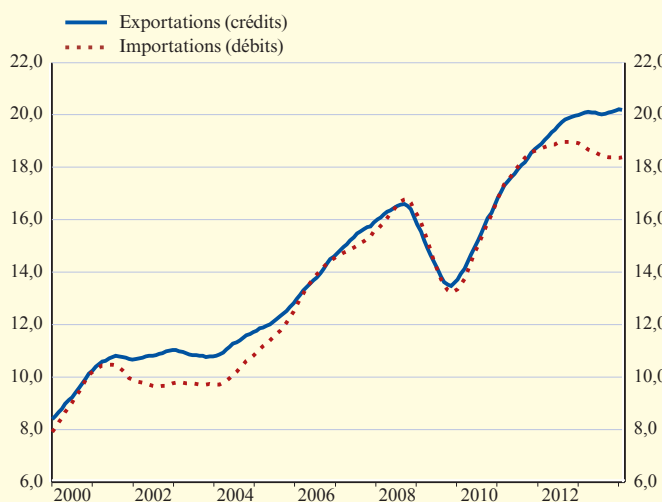
## 7.2 Compte de transactions courantes et compte de capital (flux en milliards d'euros)

### 1. État récapitulatif du compte de transactions courantes et du compte de capital

	Compte de transactions courantes										Compte de capital				
	Total			Biens		Services		Revenus		Transferts courants		Crédit	Débit		
	Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	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	744,8	41,6	476,7	441,6	156,1	131,1	125,0	103,6	28,6	.	68,5	.	8,0	2,4
2014 Janvier	256,0	249,0	7,0	152,6	151,9	53,0	44,3	39,8	32,3	10,5	-	20,5	-	1,7	0,7
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	251,6	20,9	166,9	148,1	53,3	46,2	45,7	38,3	6,5	-	19,0	-	3,0	1,1
	<b>Données cvs</b>														
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	751,3	66,0	489,8	444,8	171,2	139,6	130,5	112,7	25,8	-	54,2	-	-	-
2014 Janvier	273,2	247,8	25,4	164,3	148,6	57,5	45,9	42,9	35,7	8,5	-	17,6	-	-	-
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	251,8	18,8	160,9	147,1	56,2	47,8	44,6	38,8	8,8	-	18,1	-	-	-
	<b>flux cumulés sur 12 mois</b>														
2014 Mars	3 261,9	3 018,0	244,0	1 948,0	1 773,7	673,5	554,1	540,6	472,0	99,8	-	218,1	-	-	-
	<b>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</b>														
2014 Mars	33,8	31,3	2,5	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)

### G35 Balance des paiements de la zone euro : services (données cvs ; flux cumulés sur douze mois en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

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	13	14
<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 T2	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 T3	-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 T3	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 T1	171,2	129,7	41,5	7,2	5,5	1,8	-21,6	-22,0	45,9	84,2	-1,1	146,2	67,5	1,8
2013 Novembre	71,8	41,5	30,3	–	–	–	24,5	4,7	19,1	76,2	1,3	27,0	-39,4	-0,2
Décembre	-131,3	-177,9	46,5	–	–	–	-31,0	-40,7	20,6	24,5	-1,8	-120,4	-161,7	1,3
2014 Janvier	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	-13,9	-38,6	24,6	–	–	–	-0,1	-22,2	13,6	6,0	1,5	-28,8	-22,3	-0,1
<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 T3	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 T1	2,8	1,2	–	.	.	.	4,1	5,4	3,5	3,9	.	0,9	-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
2013 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
2013 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	-21,6	-38,8	3,3	-42,1	17,2	1,0	16,1	-22,0	-25,8	2,2	-28,0	3,8	-3,6	7,4
2013 Novembre	24,5	6,4	0,8	5,6	18,0	-0,1	18,1	4,7	66,0	1,3	64,7	-61,3	-0,2	-61,1
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
2014 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
2014 Mars	-0,1	-7,3	-0,4	-6,9	7,2	0,1	7,1	-22,2	-22,6	0,4	-23,1	0,4	-0,2	0,6
<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
2013 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

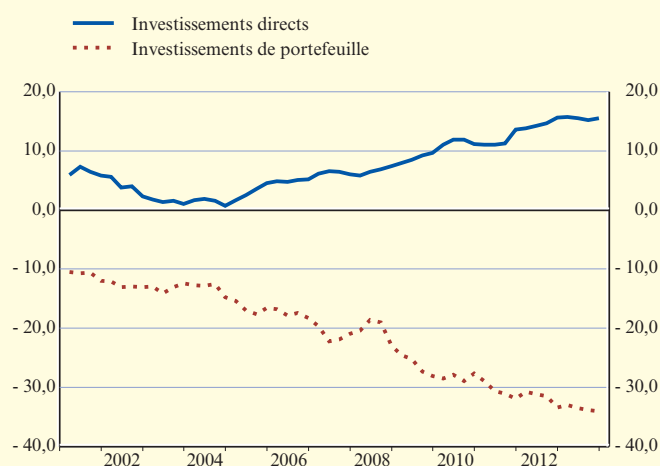
(encours en fin de période ; en pourcentage du PIB)



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		Actions				Titres de créance									
	1	2	Total	IFM		Non-IFM	Obligations				Instruments du marché monétaire					
				Euro-système	Administrations publiques		Total	IFM	Euro-système	Administrations publiques	Total	IFM	Euro-système	Administrations publiques		
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 Novembre	19,1	9,2	5,3	0,3	3,9	.	10,9	-3,7	0,3	14,6	.	-1,0	2,2	5,2	-3,2	.
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	.
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		Actions				Titres de créance					
	1	2	Total	IFM	Non-IFM	Obligations			Instruments du marché monétaire			
						Total	IFM	Non-IFM	Total	IFM	Non-IFM	
							Administrations publiques					Administrations publiques
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	84,2	54,8	14,4	40,5	30,4	-16,2	46,5	.	-1,0	10,3	-11,3	.
2013 Novembre	76,2	20,2	1,4	18,8	55,7	2,9	52,8	.	0,3	0,9	-0,6	.
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	6,0	30,7	-2,9	33,7	-17,2	-4,5	-12,7	.	-7,5	-6,0	-1,4	.
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	3,9	6,1	0,3	7,1	2,5	-4,3	5,0	.	-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	146,2	-6,7	.	.	144,3	.	.	0,5	.	.	5,2	8,1	.	.	25,1
2013 Novembre	27,0	-5,1	.	.	2,8	.	.	5,1	.	.	3,9	24,2	.	.	24,1
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	-28,8	-3,5	.	.	-20,5	.	.	1,0	.	.	1,2	-5,9	.	.	3,7
<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	0,9	-64,4	.	.	2,8	.	.	0,0	.	.	33,1	-0,9	.	.	1,5

## 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	67,5	-30,1	.	.	77,7	.	.	2,0	.	.	.	18,0	.	.	.
2013 Novembre	-39,4	-9,4	.	.	-28,3	.	.	-0,7	.	.	.	-1,1	.	.	.
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	-22,3	-10,4	.	.	-17,6	.	.	0,0	.	.	.	5,5	.	.	.
<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	.	.	.	-2,9	.	.	.

Source : BCE.

## 7.3 Compte financier

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

### 7. Avoirs de réserve <sup>1)</sup>

	Avoirs de réserve													Pour mémoire			
	Total	Or		Avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS)	Position de réserve au FMI	Devises								Autres créances	Autres avoirs en devises	Sorties nettes de devises prévues à court terme	Alloca-tions de DTS
		En milliards d'euros	En onces d'or fin (millions)			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts		Titres				Produits financiers dérivés				
	Auprès des autorités monétaires et de la BRI			Auprès des banques	Total		Actions	Obliga-tions	Instru-ments du marché monétaire								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Encours (position extérieure)</b>																	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,1	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 Mars	570,2	324,9	346,792	50,2	28,2	165,9	6,1	7,7	152,0	0,3	139,5	12,1	0,1	1,0	22,9	-31,1	52,8
Avril	568,0	322,6	346,790	50,4	28,8	165,2	5,2	8,0	151,9	0,3	135,4	16,2	0,1	1,0	24,2	-32,2	52,8
<b>Flux</b>																	
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	1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Taux de croissance</b>																	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,5	-5,2	10,2	-24,6	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,2	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	Adminis-trations publiques	Eurosystème	IFM (hors Eurosystème)	Autres secteurs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Encours (position extérieure)</b>											
2010	10 848,6	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
<b>Encours en pourcentage du PIB</b>											
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	23,7	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.



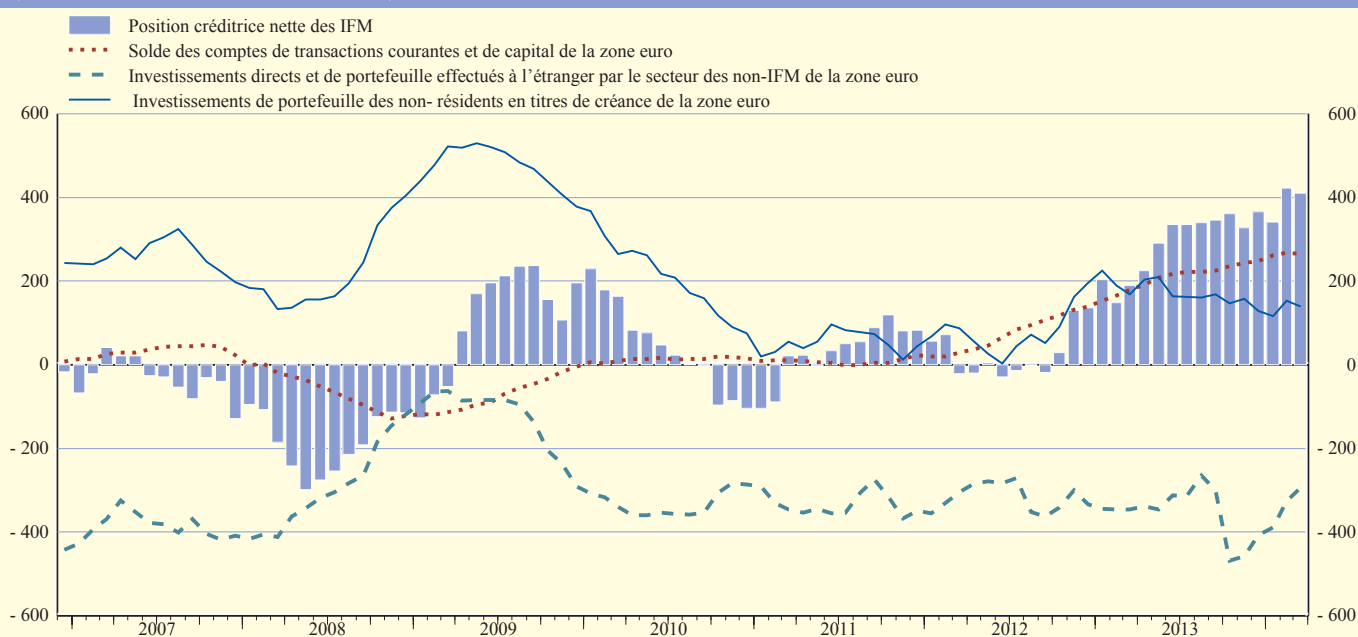
## 7.4 Présentation monétaire de la balance des paiements <sup>1)</sup>

(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			
	1	2	Des résidents à l'étranger	Des non-résidents dans la zone euro	Avoirs		Engagements		Avoirs	Engagements	11	12
					Actions	Titres de créance	Actions	Titres de créance				
		3	4	5	6	7	8	9	10			
2011	82,6	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	72,9	47,2	26,0	-20,6	-25,8	-36,4	40,5	35,3	-8,6	20,0	1,1	-5,7
2013 Mars	25,3	25,0	-20,9	4,0	-14,8	-6,2	35,2	-0,8	-3,0	13,9	1,1	-8,1
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	13,3	22,8	-0,2	-22,5	-2,1	-15,0	33,7	-14,2	4,9	5,6	-1,5	1,9
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>												
2014 Mars	410,4	264,8	-238,3	245,9	-99,3	-102,5	223,3	139,0	15,6	-47,0	10,9	-2,0

## G38 Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur <sup>1)</sup>

(flux en milliards d'euros cumulés sur douze mois)



Source : BCE.

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

## 7.5 Échanges de biens

 1. Valeurs et volumes par groupes de produits <sup>1)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :			
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2012	7,6	1,9	1 879,4	933,8	386,0	516,6	1 522,8	1 796,8	1 151,9	247,9	371,2	1 092,8	360,9
2013	1,0	-3,3	1 896,0	932,2	384,7	532,0	1 536,8	1 736,5	1 097,1	236,0	373,6	1 075,6	336,3
2013 T2	1,8	-3,2	474,8	232,5	97,2	132,2	384,7	433,7	275,6	58,9	91,9	267,6	84,9
T3	0,3	-2,0	472,1	231,6	95,1	133,4	383,1	436,1	275,1	60,1	94,2	270,2	84,3
T4	1,0	-2,6	473,8	231,5	96,2	133,7	386,3	429,6	267,8	57,8	95,4	270,5	80,0
2014 T1	1,0	-0,1	478,4	.	.	.	388,7	434,6	.	.	.	275,6	.
2013 Octobre	1,4	-3,1	158,5	78,1	32,4	45,0	129,3	145,1	91,6	19,4	31,6	90,9	27,9
Novembre	-1,9	-5,1	158,5	77,3	32,2	44,7	128,8	142,6	87,9	19,7	32,1	90,1	26,0
Décembre	3,9	0,8	156,7	76,0	31,6	44,0	128,2	141,9	88,2	18,8	31,7	89,5	26,1
2014 Janvier	1,0	-2,6	158,6	78,9	31,4	45,5	128,1	145,0	91,7	19,8	31,2	91,4	26,5
Février	3,0	0,1	160,3	79,0	31,7	45,8	131,3	145,3	90,1	20,2	31,9	92,7	24,9
Mars	-0,7	2,5	159,5	.	.	.	129,4	144,3	.	.	.	91,5	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2012	3,5	-3,1	111,8	110,1	116,9	111,7	111,9	99,7	100,8	99,6	96,2	99,1	99,6
2013	1,3	-0,8	113,2	111,2	115,6	114,7	113,0	98,9	99,9	95,1	97,0	98,4	98,1
2013 T1	0,1	-4,4	113,3	111,9	116,3	115,2	112,8	98,2	99,3	94,8	96,0	97,5	98,2
T2	1,6	-1,3	113,1	110,6	116,2	114,1	112,9	98,8	100,8	93,6	95,4	97,4	101,6
T3	1,7	1,7	113,1	111,1	114,2	115,3	113,0	99,4	100,2	97,2	97,8	99,0	98,0
T4	1,7	1,0	113,2	111,2	115,5	114,4	113,2	99,2	99,5	94,7	98,9	99,5	94,6
2013 Septembre	4,6	5,2	114,1	111,4	114,6	115,9	113,9	99,1	98,5	95,9	100,3	99,9	93,5
Octobre	2,4	0,7	113,8	112,6	117,4	115,5	114,0	100,1	101,6	94,2	98,8	100,2	97,5
Novembre	-1,4	-1,6	113,7	111,5	116,1	114,8	113,3	99,1	98,3	98,2	99,7	99,8	94,0
Décembre	4,6	4,2	112,2	109,5	113,0	112,8	112,4	98,3	98,5	91,9	98,2	98,6	92,2
2014 Janvier	1,3	-1,1	113,7	113,8	113,3	116,2	112,2	99,7	101,0	97,3	96,8	100,8	95,1
Février	3,5	1,6	115,3	114,2	115,0	117,9	115,6	99,7	99,3	97,4	99,2	102,2	88,6

 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 manufacturés		
		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			
% du total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	-3,1	-2,3	-0,4	-7,3	-2,2
2013 Octobre	104,4	-1,6	-2,1	-0,5	0,5	-11,4	-1,4	106,8	-3,6	-3,1	-2,6	-0,8	-6,6	-2,7
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	-2,8	-1,9	-0,2	-5,9	-1,9
Février	104,2	-1,5	-1,6	0,0	0,2	-11,0	-1,2	106,3	-3,4	-2,7	-1,8	0,0	-7,7	-1,9
Mars	103,9	-1,8	-2,2	-0,6	-0,2	-8,8	-1,5	105,2	-4,3	-3,7	-3,0	-0,8	-8,5	-2,8

Source : Eurostat.

- Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 2, les groupes des biens intermédiaires et des biens de consommation comprennent les produits agricoles et énergétiques.
- Groupes de produits selon la classification des grands regroupements industriels. À la différence des groupes de produits présentés dans le tableau 1, les biens intermédiaires et les biens de consommation ne recouvrent pas les produits agricoles et énergétiques. La composition des produits manufacturés est différente de celle des données présentées dans les colonnes 7 et 12 du tableau 1. Ces données sont des indices de prix qui reflètent les variations pures des prix d'un panier de produits et ne sont pas de simples ratios des données en valeur et en volume présentées dans le tableau 1, qui sont affectés par les modifications de la composition et de la qualité des biens échangés. Ces indices se distinguent des déflateurs du PIB pour les importations et les exportations (cf. tableau 3 de la section 5.1) principalement du fait que ces derniers recouvrent tous les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
- Les prix à la production des produits industriels importés concernent les transactions directes entre producteurs résidents et clients non résidents. À la différence des données relatives aux valeurs et aux volumes présentées dans le tableau 1, les exportations effectuées par des grossistes et les réexportations ne sont pas prises en compte.

## 7.5 Échanges de biens

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

### 3. Ventilation géographique

	Total 1	États membres de l'UE (hors zone euro)				Russie 6	Suisse 7	Turquie 8	États-Unis 9	Asie		Afrique 13	Amérique latine 14	Autres pays 15	
		Dane- mark 2	Suède 3	Royaume- Uni 4	Autres pays de l'UE 5					Chine 11	Japon 12				
<b>Exportations (FAB)</b>															
2012	1 879,4	34,2	59,5	230,0	249,3	92,1	116,3	59,5	223,3	440,1	120,5	44,6	126,4	97,4	151,3
2013	1 896,0	35,2	59,4	239,2	254,8	88,7	110,7	60,3	221,4	443,8	122,0	43,9	130,3	97,6	154,4
2012 T4	469,0	8,6	14,5	58,1	61,7	23,1	28,5	15,2	53,7	110,7	28,9	11,2	32,5	24,8	37,7
2013 T1	475,3	8,7	14,6	58,2	62,8	23,6	28,0	15,5	55,4	110,7	29,5	11,0	34,5	24,8	38,4
T2	474,8	8,8	14,7	59,1	62,7	22,9	27,4	15,6	55,1	110,5	30,0	10,8	33,1	24,8	40,2
T3	472,1	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	38,2
T4	473,8	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	37,6
2014 T1	478,4	.	.	.	.	20,3	26,8	14,7	57,9	111,9	32,0	11,0	32,8	23,5	.
2013 Octobre	158,5	2,9	5,2	20,6	22,0	7,1	9,4	4,7	18,6	37,3	10,4	3,6	10,2	8,2	12,2
Novembre	158,5	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	12,2
Décembre	156,7	2,9	4,9	20,4	21,5	6,6	8,8	4,7	18,2	37,4	10,3	3,7	10,5	7,7	13,1
2014 Janvier	158,6	3,1	5,1	20,7	22,8	6,9	9,3	5,0	18,7	37,1	10,7	3,9	10,6	7,8	11,5
Février	160,3	3,0	5,0	21,6	22,7	6,8	8,9	4,9	19,5	37,7	10,8	3,7	11,3	8,1	10,9
Mars	159,5	.	.	.	.	6,6	8,6	4,8	19,7	37,1	10,5	3,5	10,9	7,6	.
<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	1 796,8	29,0	53,1	167,4	232,7	144,8	82,3	34,1	151,2	540,8	213,9	49,1	157,5	92,6	111,2
2013	1 736,5	30,0	53,7	163,8	238,9	144,8	81,8	35,8	149,1	509,6	204,3	43,6	141,1	80,3	107,7
2012 T4	441,5	7,2	12,9	41,6	58,1	36,6	20,2	8,7	35,9	131,0	51,4	11,4	40,4	22,3	26,6
2013 T1	437,1	7,6	13,3	41,7	58,6	37,4	20,0	8,9	35,5	127,6	52,3	11,1	37,7	20,5	28,3
T2	433,7	7,4	13,5	41,1	58,8	35,7	20,6	8,8	37,3	126,9	50,2	10,9	36,3	20,1	27,4
T3	436,1	7,8	13,7	40,8	60,5	36,5	20,7	8,9	38,0	127,7	50,7	10,7	34,6	20,1	26,9
T4	429,6	7,3	13,3	40,3	61,0	35,3	20,4	9,1	38,2	127,4	51,1	10,9	32,5	19,7	25,1
2014 T1	434,6	.	.	.	.	35,0	21,1	9,1	36,9	130,7	53,7	10,6	32,5	19,3	.
2013 Octobre	145,1	2,5	4,5	13,3	20,4	11,9	6,9	3,0	13,1	43,0	16,6	3,6	11,4	6,7	8,5
Novembre	142,6	2,4	4,5	13,4	20,5	11,3	6,8	3,1	12,8	42,0	16,9	3,6	10,5	6,4	8,9
Décembre	141,9	2,4	4,3	13,6	20,1	12,1	6,7	3,1	12,3	42,4	17,5	3,7	10,6	6,6	7,8
2014 Janvier	145,0	2,6	4,6	13,3	20,8	11,8	6,7	3,1	12,3	43,3	17,4	3,6	11,1	6,5	8,8
Février	145,3	2,5	4,4	13,4	20,9	11,6	7,1	3,0	12,4	43,0	17,9	3,5	10,7	6,3	9,8
Mars	144,3	.	.	.	.	11,6	7,2	3,0	12,1	44,4	18,4	3,5	10,7	6,5	.
<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	82,7	5,2	6,4	62,6	16,6	-52,7	34,0	25,3	72,1	-100,7	-93,4	-4,6	-31,1	4,8	40,1
2013	159,5	5,2	5,8	75,4	16,0	-56,1	29,0	24,5	72,4	-65,8	-82,3	0,3	-10,9	17,3	46,8
2012 T4	27,5	1,4	1,6	16,5	3,6	-13,5	8,2	6,5	17,8	-20,3	-22,4	-0,2	-7,9	2,4	11,1
2013 T1	38,2	1,2	1,3	16,5	4,2	-13,8	8,0	6,6	19,9	-16,9	-22,7	0,0	-3,2	4,2	10,2
T2	41,0	1,4	1,2	18,1	3,9	-12,8	6,9	6,8	17,8	-16,4	-20,2	-0,2	-3,2	4,7	12,8
T3	36,0	1,1	1,3	19,2	3,7	-14,9	7,1	5,7	17,4	-17,5	-19,5	0,5	-2,9	4,5	11,3
T4	44,2	1,5	1,9	21,6	4,2	-14,6	7,0	5,4	17,3	-15,0	-19,8	0,1	-1,5	3,8	12,4
2014 T1	43,9	.	.	.	.	-14,7	5,8	5,5	21,0	-18,8	-21,7	0,4	0,3	4,2	.
2013 Octobre	13,4	0,4	0,7	7,3	1,6	-4,7	2,5	1,8	5,5	-5,7	-6,2	0,0	-1,2	1,5	3,7
Novembre	15,9	0,6	0,6	7,5	1,3	-4,5	2,4	2,0	5,8	-4,3	-6,3	0,1	-0,2	1,3	3,4
Décembre	14,8	0,5	0,6	6,8	1,4	-5,4	2,1	1,6	5,9	-5,0	-7,2	0,0	-0,1	1,0	5,4
2014 Janvier	13,7	0,5	0,5	7,4	2,0	-4,9	2,6	1,9	6,4	-6,2	-6,7	0,3	-0,5	1,3	2,7
Février	15,0	0,5	0,6	8,1	1,8	-4,8	1,8	1,9	7,1	-5,3	-7,1	0,2	0,5	1,8	1,1
Mars	15,2	.	.	.	.	-5,0	1,4	1,7	7,6	-7,2	-7,9	0,0	0,2	1,1	.

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	95,1	106,0	96,7	112,2	97,7	
2012	97,9	95,6	93,2	89,8	100,6	91,4	107,1	92,9	
2013	101,7	98,9	96,7	93,2	102,5	94,6	112,0	96,2	
2013 T1	100,7	98,3	96,1	92,5	102,8	94,3	110,2	95,0	
T2	100,8	98,3	96,0	92,9	102,2	94,2	110,6	95,0	
T3	101,9	99,2	96,9	93,3	102,8	94,7	112,9	96,8	
T4	103,1	100,0	97,8	94,1	102,4	95,4	114,7	97,8	
2014 T1	103,9	100,7	98,2	.	.	.	116,6	99,1	
2013 Mai	100,5	98,0	95,7	-	-	-	110,0	94,6	
Juin	101,6	98,9	96,6	-	-	-	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	100,5	97,9	-	-	-	116,3	98,9	
Mars	104,6	101,4	98,8	-	-	-	117,5	99,7	
Avril	104,5	101,2	98,5	-	-	-	117,0	99,1	
Mai	103,8	100,4	97,8	-	-	-	116,1	98,1	
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>								
2014 Mai	-0,7	-0,7	-0,8	-	-	-	-0,8	-1,0	
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>								
2014 Mai	3,3	2,4	2,1	-	-	-	5,5	3,7	

### 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 T3	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
T4	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2014 T1	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
2013 Novembre	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
Décembre	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 Janvier	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
Février	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
Mars	1,9558	27,395	7,4638	7,6576	3,4528	311,49	4,1987	4,4933	8,8666	0,83170	3,0629
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
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Mai	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	-0,9	-0,1	-0,9	0,0	-1,2	-2,2
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Mai	0,0	6,0	0,1	0,4	0,0	4,2	0,0	2,0	5,3	-4,0	21,0
	Dollar australien	Real brésilien	Dollar canadien	Yuan renminbi chinois	Dollar de Hong-Kong	Roupie indienne <sup>1)</sup>	Roupie indonésienne	Shekel israélien	Yen japonais	Ringgit malais	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12 045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13 857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 T3	1,4465	3,0304	1,3760	8,1111	10,2696	82,3565	14 115,14	4,7459	131,02	4,2904	
T4	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15 682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2014 T1	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16 179,21	4,7892	140,80	4,5184	
2013 Novembre	1,4473	3,0959	1,4145	8,2221	10,4604	84,4990	15 575,06	4,7711	134,97	4,3176	
Décembre	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16 455,73	4,8019	141,68	4,4517	
2014 Janvier	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16 471,94	4,7569	141,47	4,5005	
Février	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16 270,18	4,8043	139,35	4,5194	
Mars	1,5217	3,2187	1,5352	8,5332	10,7283	84,2990	15 785,89	4,8087	141,48	4,5361	
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	
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Mai	-0,5	-1,1	-1,5	-0,4	-0,6	-2,3	0,2	-0,9	-1,3	-1,4	
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Mai	12,4	15,5	12,8	7,5	5,6	13,9	24,9	0,8	6,6	13,1	
	Peso mexicain	Dollar néo-zélandais	Couronne norvégienne	Peso philippin	Rouble russe	Dollar de Singapour	Rand sud-africain	Won sud-coréen	Franc suisse	Baht thaïlandais	Dollar des Etats-Unis
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1 447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1 453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 T3	17,1005	1,6612	7,9303	57,813	43,4394	1,6795	13,2329	1 469,03	1,2348	41,675	1,3242
T4	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1 445,53	1,2294	43,151	1,3610
2014 T1	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1 465,34	1,2237	44,722	1,3696
2013 Novembre	17,6340	1,6327	8,2055	58,811	44,1581	1,6833	13,7626	1 434,06	1,2316	42,695	1,3493
Décembre	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1 446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 Janvier	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1 453,94	1,2317	44,822	1,3610
Février	18,1561	1,6466	8,3562	61,238	48,2554	1,7295	14,9820	1 462,51	1,2212	44,568	1,3659
Mars	18,2447	1,6199	8,2906	61,901	49,9477	1,7513	14,8613	1 479,99	1,2177	44,765	1,3823
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
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2014 Mai	-1,6	-0,6	-1,2	-2,3	-3,0	-0,9	-1,9	-2,4	0,1	0,1	-0,6
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2014 Mai	11,2	1,2	7,8	12,2	17,6	6,0	17,4	-2,6	-1,7	15,6	5,8

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 Février	-2,1	0,3	0,3	-0,2	0,3	0,3	0,7	1,3	0,1	1,7
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
<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 Novembre	3,64	2,18	1,80	4,97	3,99	5,82	4,38	5,29	2,30	2,31
2013 Décembre	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
2014 Janvier	3,56	2,43	1,86	5,11	3,42	5,60	4,42	5,22	2,37	2,48
2014 Février	3,58	2,28	1,67	4,78	3,33	6,03	4,47	5,35	2,23	2,37
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
<b>Taux d'intérêt à trois mois en pourcentage annuel ; moyenne sur la période</b>										
2013 Novembre	0,97	0,40	0,25	1,35	0,40	3,33	2,65	2,44	1,16	0,52
2013 Décembre	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
2014 Janvier	0,96	0,37	0,28	0,95	0,41	2,99	2,70	1,88	0,95	0,52
2014 Février	0,89	0,37	0,27	0,88	0,41	2,99	2,71	3,29	0,94	0,52
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
<b>PIB en volume</b>										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-1,9	3,7	-1,7	2,0	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-1,0	3,3	1,1	1,6	3,5	1,6	1,7
2013 T3	0,9	-1,0	0,9	-0,7	2,4	1,8	2,0	4,2	0,6	1,8
2013 T4	1,2	1,1	0,5	-0,9	3,4	2,9	2,5	5,1	3,0	2,7
2014 T1	1,2	2,5	1,5	.	3,0	3,2	3,5	3,8	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	7,3	1,3	3,7	6,5	1,0	1,2	6,0	-4,1
2013 T3	11,5	1,2	8,6	25,0	3,0	7,2	0,2	1,2	6,5	-6,1
2013 T4	-2,7	1,1	8,8	-6,7	3,8	7,7	1,5	0,5	4,9	-4,8
2014 T1	0,9	9,7	4,2	.	0,7	6,3	0,7	5,0	5,8	.
<b>Dettes extérieure brute en pourcentage du PIB</b>										
2011	94,3	59,6	183,3	103,4	77,4	150,0	72,3	77,1	200,0	419,6
2012	94,6	62,0	181,8	102,2	75,4	129,6	71,0	75,3	191,2	390,6
2013 T2	93,8	65,6	175,1	106,4	70,5	128,6	73,7	73,5	197,6	395,1
2013 T3	93,9	64,6	174,3	102,6	69,5	121,5	72,8	71,9	196,9	363,5
2013 T4	93,5	71,0	176,7	104,9	67,1	118,9	69,8	68,6	196,4	354,2
<b>Coûts unitaires de main-d'œuvre</b>										
2012	4,4	3,3	1,5	1,1	1,9	2,5	1,5	4,5	2,9	2,6
2013	5,2	-0,1	1,2	.	3,8	3,9	.	2,5	0,8	1,4
2013 T3	3,8	1,4	0,8	0,5	4,9	3,4	1,5	1,4	1,4	2,0
2013 T4	1,9	.	1,1	.	2,9	3,2	.	0,9	-0,8	.
2014 T1	1,4	.	0,3	.	.	.	.	.	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	13,1	6,7	6,8	17,4	11,0	9,2	10,0	7,3	8,0	7,1
2014 T1	13,0	6,6	.	17,3	11,7	8,0	9,9	7,2	8,1	.
2014 Février	13,0	6,6	6,9	17,4	11,7	7,9	9,9	7,2	8,1	6,6
2014 Mars	13,0	6,6	6,6	17,2	11,9	7,8	9,8	7,2	8,1	.
2014 Avril	12,8	6,5	6,5	16,8	11,2	.	9,7	7,1	8,2	.

Sources : BCE, Commission européenne (DG Affaires économiques et financières et Eurostat), données nationales, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

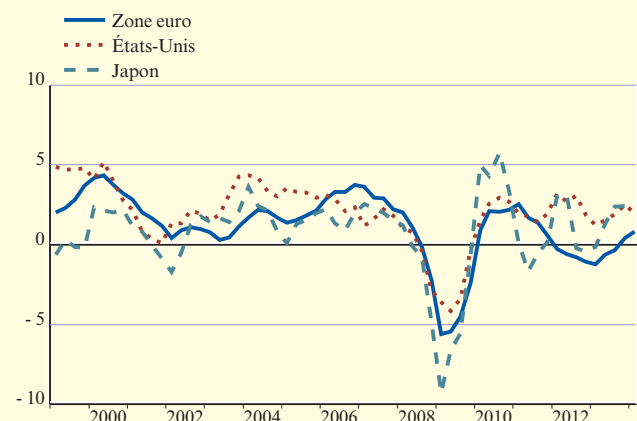
## 9.2 Évolutions économiques et financières aux États-Unis et au Japon

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Indice des prix à la consommation	Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>1)</sup>	PIB en volume	Indice de la production industrielle (secteur manufacturier)	Taux de chômage en % de la population active (cvs) <sup>2)</sup>	Agrégat monétaire large <sup>3)</sup>	Taux des dépôts interbancaires à 3 mois <sup>4)</sup>	Rendement des emprunts publics zéro coupon à 10 ans <sup>4)</sup> ; fin de période	Taux de change <sup>5)</sup> des monnaies nationales pour un euro	Déficit (-)/excédent (+) public (en % du PIB)	Dette publique <sup>6)</sup> (en % du PIB)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
États-Unis											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	1,1	1,9	2,9	7,4	6,8	0,27	3,27	1,3275	-6,4	88,2
2013 T1	1,7	1,7	1,3	3,2	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
2013 T2	1,4	2,0	1,6	2,7	7,5	7,1	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
2013 T3	1,6	1,9	2,0	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-7,0	86,9
2013 T4	1,2	-1,1	2,6	3,2	7,0	6,1	0,24	3,27	1,3638	-5,7	88,2
2014 T1	1,4	0,9	2,0	2,5	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-6,1	.
2014 Janvier	1,6	-	-	1,8	6,6	5,5	0,24	2,93	1,3610	-	-
2014 Février	1,1	-	-	2,6	6,7	6,4	0,24	2,90	1,3659	-	-
2014 Mars	1,5	-	-	3,2	6,7	6,0	0,23	2,97	1,3823	-	-
2014 Avril	2,0	-	-	3,1	6,3	6,2	0,23	2,87	1,3813	-	-
2014 Mai	.	-	-	.	.	.	0,23	2,69	1,3732	-	-
Japon											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,6	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,53	.	.
2013 T1	-0,6	0,0	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
2013 T2	-0,3	-0,6	1,4	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
2013 T3	0,9	-1,9	2,5	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
2013 T4	1,4	-1,0	2,5	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	137,01	.	.
2014 T1	1,5	.	2,7	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
2014 Janvier	1,4	-	-	10,6	3,7	4,3	0,14	0,82	141,47	-	-
2014 Février	1,5	-	-	7,1	3,6	4,0	0,14	0,81	139,35	-	-
2014 Mars	1,6	-	-	7,4	3,6	3,6	0,14	0,84	141,48	-	-
2014 Avril	3,4	-	-	4,1	3,6	3,4	0,14	0,81	141,62	-	-
2014 Mai	.	-	-	.	.	.	0,14	0,75	139,74	-	-

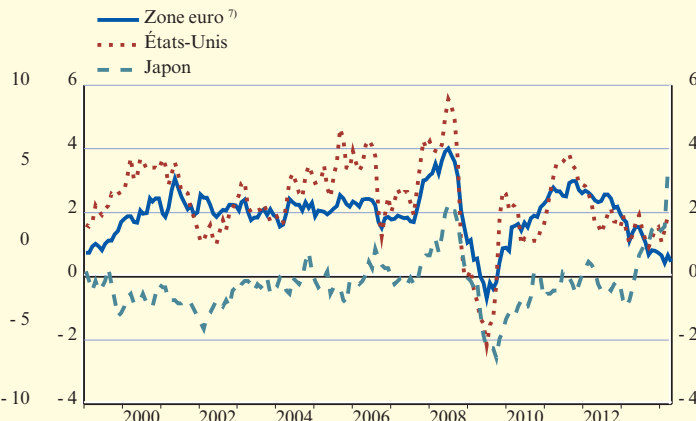
### G41 PIB en volume

(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'I'PC reflètent la modification de la composition de la zone euro. Pour plus de précisions, cf. les notes générales.



## LISTE DES GRAPHIQUES

G1	Agrégats monétaires	S12
G2	Contreparties	S12
G3	Composantes des agrégats monétaires	S13
G4	Composantes des engagements financiers à long terme	S13
G5	Prêts aux autres intermédiaires financiers et aux sociétés non financières	S14
G6	Prêts aux ménages	S14
G7	Prêts aux administrations publiques	S16
G8	Prêts aux non-résidents de la zone euro	S16
G9	Total des dépôts par secteurs ( <i>intermédiaires financiers</i> )	S17
G10	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ( <i>intermédiaires financiers</i> )	S17
G11	Total des dépôts par secteurs ( <i>sociétés non financières et ménages</i> )	S18
G12	Total des dépôts et dépôts inclus dans M3 par secteurs ( <i>sociétés non financières et ménages</i> )	S18
G13	Dépôts des administrations publiques et des non-résidents de la zone euro	S19
G14	Titres détenus par les IFM	S20
G15	Encours total et émissions brutes de titres autres que des actions par les résidents de la zone euro	S35
G16	Émissions nettes de titres autres que des actions : données brutes et données cvs	S37
G17	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à long terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S38
G18	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance à court terme par secteurs émetteurs et toutes devises confondues	S39
G19	Taux de croissance annuels des actions cotées émises par les résidents de la zone euro	S40
G20	Émissions brutes d'actions cotées par secteurs émetteurs	S41
G21	Nouveaux dépôts à terme	S43
G22	Nouveaux prêts à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an	S43
G23	Taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro	S44
G24	Taux d'intérêt à 3 mois du marché monétaire	S44
G25	Courbes des taux au comptant de la zone euro	S45
G26	Taux au comptant et écarts de rendement dans la zone euro	S45
G27	Indice large Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225	S46
G28	Emploi, personnes employées et heures travaillées	S55
G29	Chômage et taux d'emplois vacants	S55
G30	Déficit, besoin de financement et variation de la dette	S60
G31	Dette au sens de Maastricht	S60
G32	Balance des paiements de la zone euro : compte de transactions courantes	S61
G33	Balance des paiements de la zone euro : investissements directs et de portefeuille	S61
G34	Balance des paiements de la zone euro : biens	S62
G35	Balance des paiements de la zone euro : services	S62
G36	Position extérieure de la zone euro	S65
G37	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	S65
G38	Principales rubriques de la balance des paiements reflétant les évolutions des transactions nettes des IFM avec l'extérieur	S70
G39	Taux de change effectifs	S73
G40	Taux de change bilatéraux	S73
G41	PIB en volume	S76
G42	Indices des prix à la consommation	S76





## NOTES TECHNIQUES

### VUE D'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est calculé comme suit :

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où  $I_t$  est l'indice des encours corrigés à partir du mois  $t$  (cf. également ci-après). De même, pour l'année se terminant le mois  $t$ , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SECTION 1.3

#### CALCUL DES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME INDEXÉES

Le taux d'intérêt appliqué à une opération de refinancement à plus long terme (LTRO) indexée correspond à la moyenne des taux de soumission minimaux appliqués aux opérations principales de refinancement (MRO) sur la durée de cette opération. Selon cette définition, si une opération de refinancement à plus long terme est en cours depuis un nombre  $D$  de jours et que les taux de soumission minimaux des opérations principales de refinancement sont  $R_{1,MRO}$  (sur  $D_1$  jours),  $R_{2,MRO}$  (sur  $D_2$  jours), etc., jusqu'à  $R_{i,MRO}$  (sur  $D_i$  jours), où  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$ , le taux annualisé applicable ( $R_{LTRO}$ ) est calculé comme suit :

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### SECTIONS 2.1 À 2.6

#### CALCUL DES FLUX

Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

Si  $L_t$  représente l'encours à la fin du mois  $t$ ,  $C_t^M$  l'ajustement lié aux reclassements pour le mois  $t$ ,  $E_t^M$  l'ajustement de taux de change et  $V_t^M$  les ajustements liés aux autres effets de valorisation, le flux  $F_t^M$  pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

De la même manière, le flux trimestriel  $F_t^Q$  pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est défini comme suit :

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

où  $L_{t-3}$  représente l'encours à la fin du mois  $t - 3$  (correspondant à la fin du trimestre précédent) et, par exemple,  $C_t^Q$  l'ajustement lié aux reclassements pour le trimestre se terminant le mois  $t$ .

En ce qui concerne les séries trimestrielles pour lesquelles les observations mensuelles sont désormais disponibles (cf. ci-après), le flux trimestriel peut être calculé comme la somme des trois flux mensuels du trimestre.

### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES MENSUELLES

Les taux de croissance peuvent être calculés à partir des flux ou à partir de l'indice des encours corrigés. Si  $F_t^M$  et  $L_t$  sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

L'indice de base (pour les séries non désaisonnalisées) actuellement retenu est de 100 à décembre 2010. Les séries temporelles pour l'indice des stocks corrigés sont disponibles sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) sous la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics*.

Les taux de croissance annuels  $a_t$  relatifs au mois  $t$ , c'est-à-dire les variations au cours de la période de douze mois s'achevant le mois  $t$ , peuvent être calculés à l'aide de l'une des deux formules suivantes :

$$g) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Sauf indication contraire, les taux de croissance annuels portent sur la fin de la période indiquée. Par exemple, la variation annuelle en pourcentage pour 2002 est calculée en h) en divisant l'indice de décembre 2002 par celui de décembre 2001.

Les taux de croissance portant sur des périodes inférieures à un an peuvent être calculés en adaptant la formule h). Par exemple, la variation mensuelle  $a_t^M$  peut être calculée comme suit :

$$i) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Enfin, la moyenne mobile sur trois mois (centrée) des taux de croissance annuels de M3 s'obtient par la formule  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , où  $a_t$  est défini comme dans g) ou h) ci-dessus.

### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES

Si  $F_t^Q$  et  $L_{t-3}$  sont définis comme indiqué ci-dessus, l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le trimestre s'achevant le mois  $t$  est défini comme suit :

$$j) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Les taux de croissance annuels au cours des quatre trimestres s'achevant le mois  $t$  (c'est-à-dire  $a_t$ ) peuvent être calculés à l'aide de la formule h).

### DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO <sup>1</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA <sup>2</sup>. La désaisonnalisation peut également comporter une correction en fonction du jour de la semaine et, pour certaines séries, elle s'effectue de manière indirecte par une combinaison linéaire de composantes. C'est le cas de M3, calculé par agrégation des séries corrigées des variations saisonnières de M1, M2 moins M1 et M3 moins M2.

Les procédures de désaisonnalisation sont d'abord appliquées à l'indice des encours corrigés <sup>3</sup>. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours et aux ajustements liés aux reclassements et aux réévaluations, qui, à leur tour, permettent d'obtenir des flux corrigés des variations saisonnières. Les coefficients saisonniers (et de jour ouvré) sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

### SECTIONS 3.1 À 3.5

#### ÉGALITÉ DES EMPLOIS ET RESSOURCES

Dans la section 3.1, les données respectent une identité comptable élémentaire. En ce qui concerne les opérations non financières, le total des emplois est égal au total des ressources pour chaque catégorie de transaction. Cette identité comptable se reflète également dans le compte financier, ce qui signifie que pour chaque catégorie d'instrument financier, le total des opérations sur actifs financiers est égal au total des opérations sur passifs. En ce qui concerne le compte des autres changements d'actifs et les comptes de patrimoine, le total des actifs financiers est égal au total des passifs pour chaque catégorie d'instrument financier, à l'exception de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux qui, par définition, ne sont un engagement pour aucun secteur.

1 Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu))

2 Pour une description détaillée, cf. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto et B. C. Chen (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2 ou *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington D.C. Pour les besoins internes, l'approche reposant sur la modélisation de TRAMO-SEATS est également utilisée. Concernant TRAMO-SEATS, cf. V. Gomez et A. Maravall (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, document de travail n° 9628, Madrid

3 Il s'ensuit que, pour les séries désaisonnalisées, le niveau de l'indice pour la période de référence (c'est-à-dire décembre 2010) diffère généralement de 100, reflétant l'importance des facteurs saisonniers au cours de ce mois.

## CALCUL DES SOLDES COMPTABLES

Les soldes comptables figurant à la fin de chaque compte dans les sections 3.1 et 3.2 sont calculés comme suit :

Le solde commercial est égal aux importations moins les exportations de biens et services de la zone euro avec le reste du monde.

L'excédent net d'exploitation et le revenu mixte sont définis seulement pour les secteurs résidents et sont calculés comme la valeur ajoutée brute (produit intérieur brut aux prix du marché pour la zone euro) moins la rémunération des salariés (emplois), moins les autres taxes nettes de subventions à la production (emplois) moins la consommation de capital fixe (emplois).

Le revenu national net est défini seulement pour les secteurs résidents et est calculé comme l'excédent net d'exploitation et le revenu mixte plus la rémunération des salariés (ressources) plus les taxes nettes de subventions à la production (ressources) plus les revenus nets de la propriété (ressources moins emplois).

Le revenu disponible net est également défini uniquement pour les secteurs résidents et est égal au revenu national net plus les impôts courants nets sur le revenu et le patrimoine (ressources moins emplois) plus les cotisations sociales nettes (ressources moins emplois) plus les prestations sociales nettes autres que les transferts en nature (ressources moins emplois) plus les autres transferts courants nets (ressources moins emplois).

L'épargne nette est définie pour les secteurs résidents et est calculée comme le revenu net disponible augmenté des ajustements nets des variations des droits nets des ménages sur les fonds de pension (ressources moins emplois) et diminué des dépenses de consommation finale (emplois). Pour le reste du monde, le compte extérieur courant est calculé comme le solde commercial plus l'ensemble des revenus nets (ressources moins emplois).

La capacité nette ou le besoin net de financement est calculé à partir du compte de capital comme l'épargne nette plus les transferts de capitaux nets (ressources moins emplois) moins la formation brute de capital (emplois) moins les acquisitions diminuées des cessions d'actifs non financiers non produits (emplois) plus la consommation de capital fixe (ressources). Elle peut aussi être calculée dans le compte financier comme le total des opérations sur actifs financiers moins le total des opérations sur passifs [également dites variations de la valeur nette (patrimoine) imputables aux transactions]. Pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, il existe une différence statistique entre les soldes comptables calculés à partir du compte de capital ou du compte financier.

Les variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions sont calculées comme le total des transactions sur actifs financiers moins le total des transactions sur passifs, tandis que les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont calculées comme le total des autres variations des actifs financiers moins le total des autres variations des passifs.

La valeur financière nette (patrimoine) est calculée comme le total des actifs financiers moins le total des passifs, tandis que les variations de la valeur financière nette (patrimoine) sont égales à la somme des variations de la valeur financière nette (patrimoine) résultant des transactions (capacité ou besoin net de financement du compte financier) et des autres variations de la valeur financière nette (patrimoine).

Les variations de la valeur nette (patrimoine) sont calculées comme les variations de la valeur nette (patrimoine) résultant de l'épargne et des transferts de capitaux plus les autres variations de la valeur financière nette (patrimoine) et les autres variations des actifs non financiers.

La valeur nette (patrimoine) des ménages est calculée comme la somme des actifs non financiers et de la valeur financière nette (patrimoine) des ménages.

#### SECTIONS 4.3 ET 4.4

#### CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE DES TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIONS COTÉES

Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Ils peuvent être calculés à partir des transactions ou de l'indice des encours corrigés. Si  $N_t^M$  représente les transactions (émissions nettes) pour le mois  $t$  et  $L_t$  l'encours à la fin du mois  $t$ , l'indice  $I_t$  des encours corrigés pour le mois  $t$  est défini comme suit :

$$k) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base retenue est décembre 2008 = 100. Les taux de croissance  $a_t$  pour le mois  $t$ , c'est-à-dire la variation au cours des douze mois s'achevant le mois  $t$ , peuvent être calculés à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$l) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

La méthode de calcul des taux de croissance pour les titres autres que les actions est la même que celle retenue pour les agrégats monétaires, la seule différence étant que l'on utilise « N » au lieu de « F ». Cela permet de montrer que la méthode utilisée pour obtenir les « émissions nettes » dans le cadre des statistiques relatives aux émissions de titres est différente de celle utilisée pour calculer les « flux » équivalents pour les agrégats monétaires.

Le taux de croissance moyen pour le trimestre se terminant le mois  $t$  est calculé comme suit :

$$n) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

où  $I_t$  représente l'indice des encours corrigés à partir du mois  $t$ . De même, pour l'année se terminant le mois  $t$ , le taux de croissance moyen est calculé comme suit :

$$o) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formule de calcul retenue pour la section 4.3 est également utilisée pour la section 4.4 et s'appuie aussi sur celle utilisée pour les agrégats monétaires. La section 4.4 prend en considération des valeurs de marché et le calcul s'effectue à partir des transactions financières, après exclusion des reclassements, des effets de valorisation et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les variations de taux de change ne sont pas incluses, dans la mesure où toutes les actions cotées couvertes sont libellées en euros.

#### DÉSAISONNALISATION DES STATISTIQUES RELATIVES AUX ÉMISSIONS DE TITRES <sup>4</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA. La désaisonnalisation du total des émissions de titres est effectuée de manière indirecte par une combinaison linéaire des ventilations par secteurs émetteurs et par échéances.

Les procédures de désaisonnalisation sont appliquées à l'indice des encours corrigés. Les estimations des coefficients saisonniers qui en résultent sont ensuite appliquées aux encours, à partir desquels sont calculées les émissions nettes désaisonnalisées. Les coefficients saisonniers sont révisés à intervalles réguliers ou chaque fois que cela est nécessaire.

Tout comme dans les formules l) et m), le taux de croissance  $a_t$  pour le mois  $t$ , c'est-à-dire la variation au cours des six mois s'achevant le mois  $t$ , peut être calculé à l'aide de l'une ou l'autre des formules suivantes :

$$p) a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TABLEAU I DE LA SECTION 5.1

#### DÉSAISONNALISATION DE L'IPCH <sup>4</sup>

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA (cf. la note de bas de page n° 2 figurant à la page S81). La désaisonnalisation de l'IPCH global de la zone euro est effectuée de manière indirecte, par agrégation des séries désaisonnalisées pour la zone euro relatives aux produits alimentaires transformés, aux produits alimentaires non transformés, aux produits manufacturés hors énergie et aux services. On y ajoute l'énergie en données non corrigées, dans la mesure où les statistiques ne font pas ressortir de caractère saisonnier en ce qui concerne ce poste. Les coefficients saisonniers sont révisés tous les ans ou chaque fois que cela est nécessaire.

<sup>4</sup> Pour plus de détails, cf. le document de la BCE intitulé *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* (août 2000) et la rubrique *Monetary and financial statistics* (Statistiques monétaires et financières) de la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu))

**TABLEAU 2 DE LA SECTION 7.1****DÉSAISONNALISATION DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

L'approche utilisée s'appuie sur une décomposition multiplicative utilisant le programme X-12-ARIMA ou TRAMO-SEATS selon la rubrique. Les données à l'état brut relatives aux biens et services, aux revenus et aux transferts courants sont précorrignées pour prendre en compte les effets de « jour ouvré » significatifs. Pour les biens et les services, la correction en fonction du facteur « jour ouvré » tient compte des jours fériés nationaux. La désaisonnalisation de ces rubriques est effectuée à l'aide de ces séries précorrignées. La désaisonnalisation du compte de transactions courantes dans son ensemble s'effectue par agrégation des séries désaisonnalisées relatives aux biens, services, revenus et transferts courants. Les coefficients saisonniers (et relatifs aux jours ouvrés) sont révisés tous les semestres ou chaque fois que cela est nécessaire.

**SECTION 7.3****CALCUL DES TAUX DE CROISSANCE POUR LES SÉRIES TRIMESTRIELLES ET ANNUELLES**

Le taux de croissance relatif au trimestre  $t$  est calculé à partir des flux trimestriels ( $F_t$ ) et des encours ( $L_t$ ) comme suit :

$$r) a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

Le taux de croissance relatif aux séries annuelles est égal au taux de croissance du dernier trimestre de l'année.



## NOTES GÉNÉRALES

La partie *Euro area statistics* (Statistiques de la zone euro) du *Bulletin mensuel* traite les données relatives à l'ensemble de la zone. Des séries de données plus détaillées et plus longues, comprenant d'autres notes explicatives, peuvent être consultées à la partie *Statistics* du site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Elle permet d'accéder aux données sous la rubrique *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>) qui comprend des fonctions de recherche et de téléchargement. D'autres services disponibles sous la rubrique *Data Services* (Services de données) incluent l'abonnement aux différentes séries de données et un référentiel des fichiers csv compressés. Pour de plus amples informations, contacter : [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

En règle générale, la date d'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 4 juin 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.



# LE SYSTÈME TARGET (DE TRANSFERTS EXPRESS AUTOMATISÉS TRANSEUROPEËNS À RÈGLEMENT BRUT EN TEMPS RÉEL)



TARGET2<sup>1</sup> est essentiel pour la réalisation d'un marché monétaire intégré dans la zone euro, une condition préalable à la conduite efficace de la politique monétaire unique. Il contribue en outre à l'intégration des marchés financiers de la zone euro. TARGET2 est accessible à un grand nombre de participants. Plus de 1 000 établissements de crédit en Europe utilisent TARGET2 pour effectuer des paiements pour leur propre compte, pour le compte d'autres participants dits « indirects » ou pour le compte de leurs clients. Si l'on prend en compte les filiales et les succursales, près de 57 000 banques dans le monde (et donc l'ensemble de leurs clients) sont accessibles *via* TARGET2.

TARGET2 est utilisé pour effectuer des paiements de montant élevé urgents, notamment les paiements visant à faciliter les règlements dans d'autres systèmes de transferts de fonds interbancaires (système *Continuous Linked Settlement* (CLS) ou EURO 1, par exemple), et pour régler des transactions sur le marché monétaire ainsi que des opérations sur titres et de change. Il est également utilisé pour des paiements de clientèle de montant plus faible. TARGET2 effectue un règlement définitif intrajournalier et permet aux fonds portés au crédit du compte d'un participant d'être immédiatement disponibles pour d'autres paiements.

## FLUX DE PAIEMENT DANS TARGET2

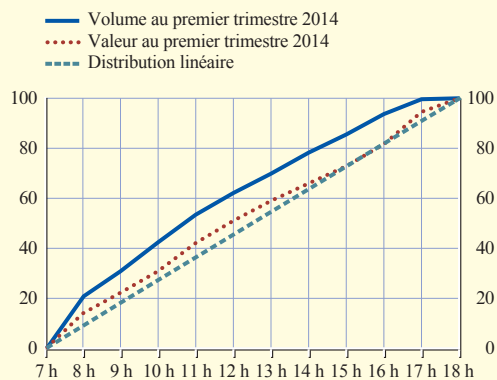
Au premier trimestre 2014, TARGET2 a réglé 22 839 642 paiements pour une valeur totale de 123 842 milliards d'euros, soit une moyenne quotidienne de 362 534 opérations pour une valeur de 1 966 milliards. La plus forte activité de ce trimestre a été enregistrée le 31 mars, avec 504 852 paiements traités. Avec une part de marché de 61 % en volume et de 91 % en valeur, TARGET2 a maintenu sa position dominante sur le marché des paiements de montant élevé en euros. L'importance de la part de marché de TARGET2 confirme le vif intérêt des banques pour le règlement en monnaie de banque centrale. Les paiements interbancaires ont représenté 39 % du total des paiements en volume et 91 % en valeur. La valeur moyenne d'un paiement interbancaire traité dans le système est ressortie à 12,6 millions d'euros, et celle d'un paiement de clientèle à 0,8 million. 67 % des paiements étaient d'un montant inférieur à 50 000 euros et 13 % d'un montant supérieur à 1 million. En moyenne, 215 paiements traités quotidiennement avaient une valeur supérieure à 1 milliard d'euros. Ces chiffres sont comparables à ceux enregistrés au trimestre précédent.

## CONFIGURATION INTRAJOURNALIÈRE DES PAIEMENTS EN VOLUME ET EN VALEUR

Le graphique illustre la distribution intrajournalière de l'activité de TARGET2, c'est-à-dire le pourcentage moyen des volumes et des valeurs traités quotidiennement aux différents moments de la journée, au premier trimestre 2014. En volume, la courbe est très supérieure à celle de la distribution linéaire, 70 % du volume étant échangé à 13 h (heure d'Europe centrale) et 99,6 % une heure avant la fermeture du système. En valeur, la courbe est légèrement supérieure à celle de la distribution linéaire jusqu'à la mi-journée, avec 59 % des montants échangés à 13 h (heure d'Europe centrale).

### Configuration intrajournalière

(en pourcentage)



Source : BCE

<sup>1</sup> TARGET2, lancé en 2007, est la deuxième génération du système TARGET.

La courbe se rapproche ensuite de la distribution linéaire, ce qui indique que les paiements de montant plus élevé sont réglés vers la fin de la journée d'ouverture de TARGET2.

## DISPONIBILITÉ ET PERFORMANCE DE TARGET2

Au premier trimestre 2014, la disponibilité de TARGET2 a atteint 100 %. Les seuls incidents retenus pour le calcul de la disponibilité de TARGET2 sont ceux qui bloquent complètement le traitement des paiements pendant au moins dix minutes pendant les jours d'ouverture du système entre 7 h et 18 h 45 (heure d'Europe centrale). L'ensemble des paiements qui doivent être réglés normalement pour respecter les niveaux de service convenus<sup>2</sup> ont été traités en moins de cinq minutes ; par conséquent, les exigences définies pour le système ont été totalement satisfaites.

**Tableau 1 Instructions de paiement traitées par TARGET2 et EURO1 : volume de transactions**

(nombre de paiements)	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1
<b>TARGET2</b>					
Total	22 321 754	23 600 140	22 827 447	23 840 793	22 839 642
Moyenne quotidienne	360 028	374 605	345 870	372 512	368 381
<b>EURO1 (ABE CLEARING)</b>					
Total	15 800 866	16 614 190	15 919 832	15 802 209	14 491 603
Moyenne quotidienne	254 853	263 717	241 210	246 910	233 736

Notes : En janvier 2013, afin d'améliorer la qualité des données relatives à Target2, une nouvelle méthodologie a été mise en œuvre pour la collecte et la déclaration des données. Ce changement a entraîné une diminution des indicateurs fondés sur la valeur. Cela doit être pris en compte pour comparer les données avant et après la date de mise en œuvre.

**Tableau 2 Instructions de paiement traitées par TARGET2 et EURO1 : valeur des transactions**

(montants en milliards d'euros)	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	2014 T1
<b>TARGET2</b>					
Total	122 916	125 266	121 184	124 076	123 842
Moyenne quotidienne	1 983	1 988	1 836	1 939	1 966
<b>EURO1 (ABE CLEARING)</b>					
Total	12 794	12 514	11 676	11 695	11 757
Moyenne quotidienne	206	199	177	183	187

Note : Cf. les notes relatives au tableau 1

<sup>2</sup> Les paiements découlant de procédures de règlement par l'intermédiaire de l'interface de système exogène figurent parmi les paiements exclus de la mesure des performances. Des détails supplémentaires relatifs aux indicateurs de performances peuvent être consultés par le lien suivant : <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>



## PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

### PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

### DOCUMENTS DE RECHERCHE

- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques (*Occasional paper series*)
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

### AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.

Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus gratuitement, dans la limite des stocks disponibles, sous forme d'abonnement ou à l'unité, en contactant l'adresse suivante : [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).



## GLOSSAIRE

Ce glossaire contient certains termes fréquemment utilisés dans le *Bulletin mensuel*. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être obtenu sur le site internet de la BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Abandon de créances (*Write-off*)** : sortie du bilan des IFM de la valeur des prêts lorsque ces derniers sont considérés comme étant totalement irrécouvrables.

**Actions (*Equities*)** : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise, notamment les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

**Administrations publiques (*General government*)** : secteur défini dans le SEC 95 comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

**Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [*Deficit-debt adjustment (general government)*]** : écart entre le déficit des administrations publiques et la variation de leur dette.

**Appel d'offres à taux fixe (*Fixed rate tender*)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles souhaitent obtenir au taux d'intérêt fixé.

**Appel d'offres à taux variable (*Variable rate tender*)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles souhaitent être servies.

**Autres investissements (*Other investment*)** : rubrique de la balance des paiements et de la position extérieure recensant les opérations financières/positions à l'égard des non-résidents en crédits commerciaux, dépôts et crédits et autres comptes à recevoir/à payer.

**Avoirs de réserve internationaux (*International reserves*)** : avoirs extérieurs gérés par les autorités monétaires et dont elles peuvent disposer rapidement afin de financer ou de réguler directement l'ampleur des déséquilibres en matière de paiements, par le biais d'une intervention sur les marchés de change. Les avoirs de réserve internationaux de la zone euro recouvrent les créances sur les non-résidents de la zone euro libellées dans une devise autre que l'euro, l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve de l'Eurosystème auprès du FMI.

**Balance des paiements [*Balance of payments (b.o.p.)*]** : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde.

**Besoin de financement des administrations publiques [*Borrowing requirement (general government)*]** : accroissement net de la dette des administrations publiques.

**Bilan consolidé du secteur des IFM (*Consolidated balance sheet of the MFI sector*)** : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur

des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de M3.

**Compte de capital (*Capital account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre tous les transferts en capital et les acquisitions moins les cessions d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents.

**Comptes de capital (*Capital accounts*)** : partie du système de comptes nationaux (ou de la zone euro) décrivant la variation de la valeur nette due à l'épargne nette, aux transferts nets en capital et aux acquisitions nettes d'actifs non financiers.

**Compte financier (*Financial account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre les opérations effectuées entre résidents et non-résidents sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et d'autres investissements, ainsi que les opérations sur produits financiers dérivés et avoirs de réserve.

**Comptes financiers (*Financial accounts*)** : partie du système des comptes nationaux (ou de la zone euro) présentant les situations financières (encours ou bilans), les opérations financières et autres changements des différents secteurs institutionnels d'une économie par type d'actifs financiers.

**Compte de revenus (*Income account*)** : compte de la balance des paiements qui retrace deux types de transactions avec les non-résidents, à savoir (a) celles concernant la rémunération des salariés non résidents (travailleurs transfrontières, saisonniers et autres contrats de courte durée) et (b) celles concernant les revenus d'investissements perçus et versés relatifs aux avoirs et aux engagements financiers extérieurs, ces derniers recouvrant les revenus perçus et versés sur les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ainsi que les revenus perçus sur les avoirs de réserve.

**Compte de transactions courantes (*Current account*)** : compte de la balance des paiements qui couvre toutes les transactions portant sur les biens et services, les revenus et les transferts courants entre résidents et non-résidents.

**Compte de transferts courants (*Current transfers account*)** : compte technique de la balance des paiements dans lequel la valeur des ressources réelles ou des actifs financiers est enregistrée au moment de leur transfert, sans contrepartie économique. Les transferts courants recouvrent tous les transferts autres que les transferts en capital.

**Courbe des rendements (*Yield curve*)** : représentation graphique de la relation existant, à un instant donné, entre le taux d'intérêt ou rendement et l'échéance résiduelle pour des titres de créance suffisamment homogènes et assortis de dates d'échéance différentes. La pente de la courbe peut être mesurée comme la différence entre les taux d'intérêt ou rendement à deux échéances représentatives.

**Cours pivot [*Central parity (ou central rate)*]** : taux de change par rapport à l'euro de chacune des monnaies participant au MCE II, et autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

**Coûts unitaires de main-d'œuvre (*Unit labour costs*)** : mesure des coûts totaux de main-d'œuvre par unité de production, calculés pour la zone euro en rapportant la rémunération totale par salarié à la productivité du travail (définie comme le PIB en volume par personne employée).

**Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (*MFI credit to euro area residents*)** : prêts des IFM accordés aux résidents non-IFM de la zone euro (administrations publiques et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et titres de créance).

**Déficit des administrations publiques [*Deficit (general government)*]** : besoin net de financement des administrations publiques correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

**Déflation (*Deflation*)** : phénomène de baisse significative et persistante des prix d'un très large éventail de biens de consommation et de services, qui devient ancrée dans les anticipations.

**Désinflation (*Disinflation*)** : processus de ralentissement de l'inflation qui peut aboutir à des taux d'inflation négatifs de nature temporaire.

**Dettes (comptes financiers) [*Debt (financial accounts)*]** : prêts souscrits par les ménages et prêts, titres de créance et provisions pour fonds de pension des sociétés non financières (résultant des engagements directs de l'employeur au titre de la retraite de ses salariés), comptabilisés aux prix de marché en fin de période.

**Dettes des administrations publiques [*Debt (general government)*]** : total des dettes brutes (monnaie fiduciaire et dépôts, crédits et titres autres qu'actions à l'exclusion des produits dérivés) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les administrations publiques.

**Dettes extérieures brutes (*Gross external debt*)** : montant des engagements contractuels en cours effectifs (c'est-à-dire non conditionnels) d'une économie comportant obligation de remboursement du principal et/ou de paiement des intérêts à des non-résidents à un moment donné futur.

**Échanges de biens (*External trade in goods*)** : exportations et importations de biens avec les pays hors zone euro, mesurées en termes de valeur et d'indices de volume et de valeur unitaire. Les statistiques relatives aux échanges de biens ne sont pas directement comparables avec les exportations et importations enregistrées dans les comptes nationaux, ces derniers incluant à la fois les opérations intra-zone euro et avec le reste du monde, et englobant les biens et les services. Elles ne sont pas plus entièrement comparables avec la rubrique des biens figurant dans les statistiques de balance des paiements. Outre les ajustements méthodologiques, la principale différence réside dans le fait que, dans les statistiques relatives aux échanges de biens, les importations incluent les activités d'assurance et de fret alors qu'elles sont enregistrées franco à bord dans les statistiques de balance des paiements.

**Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (*MFI longer-term financial liabilities*)** : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les IFM de la zone euro et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

**Enquêtes auprès des directeurs d'achat de la zone euro (*Eurozone Purchasing Managers' Surveys*)** : enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière et les services effectuées pour un certain nombre de pays de la zone euro et servant à établir des indices. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier de la zone euro est un indicateur pondéré calculé à partir de sous-indices relatifs aux variations de la production, aux nouvelles commandes, à l'emploi, aux délais de livraison des fournisseurs et aux stocks

de marchandises. L'enquête relative au secteur des services de la zone euro comporte des questions sur le volume d'activité, le volume d'activité escompté, le volume des affaires en cours, les nouvelles commandes reçues, l'emploi, les prix des intrants et les prix facturés. L'indice composite de la zone euro est calculé en associant les résultats respectifs des enquêtes sur l'industrie manufacturière et sur le secteur des services.

**Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) [Survey of Professional Forecasters (SPF)]** : enquête trimestrielle menée par la BCE depuis 1999 afin de collecter des prévisions macroéconomiques concernant l'inflation, la croissance du PIB en volume et le chômage dans la zone euro auprès d'un panel d'experts affiliés aux organismes financiers et non financiers de l'UE.

**Enquêtes de la Commission européenne (European Commission surveys)** : enquêtes harmonisées effectuées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs de chaque État membre de l'UE pour le compte de la Commission européenne. Ces enquêtes sous forme de questionnaire s'adressent aux chefs d'entreprise des secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce de détail et des services, ainsi qu'aux consommateurs. À l'issue de chaque enquête mensuelle, des indicateurs composites sont calculés afin de synthétiser, au sein d'un indicateur unique (indicateurs de confiance), les réponses fournies à un certain nombre de questions.

**Enquête sur la distribution du crédit bancaire [Bank lending survey (BLS)]** : enquête trimestrielle, menée par l'Eurosystème depuis janvier 2003, concernant les politiques du crédit. Elle consiste à poser à un échantillon prédéfini de banques de la zone euro des questions qualitatives concernant l'évolution des critères d'octroi des prêts, des modalités de prêt et de la demande de prêts émanant à la fois des entreprises et des ménages.

**Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour) [EONIA (Euro overnight index average)]** : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

**Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (Euro interbank offered rate)]** : taux auquel une banque dite de premier rang est disposée à prêter des fonds (libellés en euros) à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement, à partir des taux d'un échantillon représentatif d'établissements bancaires, pour différentes échéances inférieures ou égales à douze mois.

**Eurosystème (Eurosystem)** : système de banque centrale composé de la BCE et des BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

**Excédent de liquidité (Excess liquidity)** : montant des réserves de banque centrale détenu par les banques en sus des besoins de l'ensemble du système bancaire, qui sont déterminés par les réserves obligatoires et les facteurs autonomes.

**Facilité de dépôt (Deposit facility)** : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles d'effectuer, de leur propre initiative, des dépôts à 24 heures auprès de la BCN de leur juridiction respective. Ces dépôts sont rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé qui représente généralement un plancher pour les taux d'intérêt du marché au jour le jour.

**Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility)** : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux contreparties éligibles, à leur propre initiative, d'obtenir des crédits à 24 heures



auprès de la BCN de leur juridiction à un taux prédéterminé sous forme d'une opération de cession temporaire. Le taux d'intérêt appliqué aux prêts accordés dans le cadre de la facilité de prêt marginal constitue normalement un plafond pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour.

**Facteurs autonomes de la liquidité** (*Autonomous liquidity factors*) : facteurs de la liquidité ne résultant pas normalement de l'utilisation des instruments de politique monétaire. Il s'agit notamment des billets en circulation, des dépôts de l'administration publique auprès de la banque centrale et des réserves nettes de change de la banque centrale.

**Forward guidance** (Indications sur l'orientation de la politique monétaire) : communication du Conseil des gouverneurs sur l'orientation conditionnelle de la politique monétaire en ce qui concerne la trajectoire future des taux directeurs de la BCE.

**Garanties** (*Collateral*) : actifs mis en nantissement ou transférés en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés dans le cadre d'accords de pension. Les garanties utilisées dans les opérations de cession temporaire de l'Eurosystème doivent satisfaire à certains critères d'éligibilité.

**IFM (Institutions financières monétaires)** [MFIs (*monetary financial institutions*)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la zone euro. Elles incluent (a) l'Eurosystème, (b) les établissements de crédit résidents (tels que définis par la législation européenne), (c) les autres institutions financières dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières, ainsi que les établissements de monnaie électronique dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière sous la forme d'émission de monnaie électronique et (d) les OPCVM monétaires, c'est-à-dire des organismes de placement collectif qui investissent dans des instruments à court terme et à faible risque.

**Indice des coûts horaires de main-d'œuvre** (*Hourly labour cost index*) : mesure des coûts de main-d'œuvre comprenant les salaires et traitements bruts (en numéraire ou en nature, y compris les primes) et les autres coûts de main-d'œuvre (les cotisations sociales patronales plus les taxes sur la masse salariale moins les subventions perçues par les employeurs) par heure effectivement travaillée (y compris les heures supplémentaires).

**Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*] : mesure de l'évolution des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

**Indice des salaires négociés** (*Index of negotiated wages*) : mesure de l'issue directe des négociations dans le cadre des conventions collectives en termes de rémunération de base (c'est-à-dire hors primes) au niveau de la zone euro. Cet indice fait référence à la variation moyenne attendue des salaires et traitements mensuels.

**Inflation** (*Inflation*) : augmentation du niveau général des prix, par exemple de l'indice des prix à la consommation.

**Investissements directs** (*Direct investment*) : investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquies un intérêt durable (en pratique, participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions

ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays. Ils recouvrent les opérations en capital, les bénéfices réinvestis et les autres opérations en capital liées à des prêts intragroupes. Ce poste enregistre les transactions/positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux actifs à l'étranger (« investissements directs des résidents à l'étranger ») et les transactions/positions nettes des non-résidents relatives aux actifs de la zone euro (« investissements directs des non-résidents dans la zone euro »).

**Investissements de portefeuille (*Portfolio investment*)** : transactions et/ou positions nettes des résidents de la zone euro relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations sur actions et titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire). Les opérations sont enregistrées au prix effectif payé ou reçu, moins les commissions et les frais. Pour entrer dans la catégorie des investissements de portefeuille, la part du capital détenue dans une entreprise doit être inférieure à 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote.

**M1** : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des IFM et de l'administration centrale (par exemple : Poste, Trésor).

**M2** : agrégat monétaire intermédiaire comprenant M1 plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des IFM et de l'administration centrale.

**M3** : agrégat monétaire large comprenant M2 plus les instruments négociables, notamment les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM.

**MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]** : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la zone euro et les États membres de l'UE ne participant pas à la phase III de l'UEM.

**Obligations d'État indexées (*Inflation-indexed government bonds*)** : titres de créance émis par les administrations publiques, dont les versements de coupons et la valeur du principal sont liés à un indice de prix à la consommation spécifique.

**Offres d'emploi (*Job vacancies*)** : terme collectif désignant à la fois les créations d'emploi récentes, les emplois non pourvus ou ceux appelés à être vacants dans un avenir proche et ayant donné lieu, sur la période récente, à des démarches actives de la part de l'employeur, en vue de trouver un candidat répondant au profil du poste.

**OPCVM (hors OPCVM monétaires) [*Investment funds (except money market funds)*]** : institutions financières qui regroupent les capitaux levés auprès du public et les investissent dans des actifs financiers et non financiers. Cf., également, IFM.

**Opération de cession temporaire (*Reverse transaction*)** : opération par laquelle la BCN achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

**Opération d'*open market* (*Open market operation*)** : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. Ces opérations recouvrent les opérations de cession temporaire,

les opérations ferme ainsi que les reprises de liquidité en blanc, l'émission de certificats de dette et les *swaps* de change. Les opérations d'*open market* peuvent fournir ou absorber de la liquidité.

**Opération principale de refinancement [Main refinancing operation (MRO)]** : opération d'*open market* effectuée par l'Eurosystème de manière régulière sous forme d'opérations de cession temporaire. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

**Opération de refinancement à plus long terme [Longer-term refinancing operations (LTRO)]** : opération d'*open market* d'une durée supérieure à une semaine effectuée par l'Eurosystème sous forme d'une opération de cession temporaire. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Au cours des turbulences apparues sur les marchés financiers en août 2007, des opérations supplémentaires assorties d'une échéance allant d'une période de constitution de réserves à 36 mois ont été effectuées, selon des fréquences variables.

**Opération de retrait de liquidité (Liquidity-absorbing operation)** : opération par laquelle l'Eurosystème absorbe de la liquidité pour réduire l'excédent de liquidité, ou afin de créer une pénurie de liquidité. Ces opérations peuvent être réalisées sous forme d'émission de certificats de dette ou de reprises de liquidité en blanc.

**Parité de pouvoir d'achat [Purchasing power parity (PPP)]** : taux auquel une monnaie est convertie dans une autre pour égaliser le pouvoir d'achat des deux monnaies en éliminant les différences des niveaux de prix prévalant dans les deux pays concernés. Dans leur forme la plus simple, les parités de pouvoir d'achat montrent le rapport entre des prix exprimés dans la monnaie nationale pour le même bien ou service dans différents pays.

**Point mort d'inflation (Break-even inflation rate)** : écart entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'une obligation indexée sur l'inflation d'échéance comparable (ou qui s'en rapproche le plus).

**Population active (Labour force)** : somme totale des personnes occupant un emploi et des chômeurs.

**Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets)** : créances du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (comme l'or, les devises étrangères — billets et pièces — les titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les dépôts des non-résidents de la zone euro, les pensions, leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires et titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

**Position extérieure [International investment position (i.i.p.)]** : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

**Prix à la production (Industrial producer prices)** : prix sortie d'usine (hors coûts de transport) de tous les produits vendus par l'industrie hors construction sur le marché intérieur des pays de la zone euro, à l'exclusion des importations.

**Procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale (Fixed rate full-allotment tender procedure)** : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale (taux fixe) et où les soumissions des contreparties portent sur le montant qu'elles

souhaitent obtenir à ce taux, en sachant à l'avance que toutes leurs soumissions seront satisfaites (allocation intégrale).

**Production industrielle (*Industrial production*)** : valeur ajoutée brute créée par l'industrie à prix constants.

**Productivité du travail (*Labour productivity*)** : production pouvant être réalisée avec une quantité donnée de facteur travail. Elle peut être mesurée de plusieurs façons mais correspond généralement au PIB en volume divisé soit par l'emploi total, soit par le nombre total d'heures travaillées.

**Produit intérieur brut (PIB) [*Gross domestic product (GDP)*]** : valeur totale des biens et services produits dans une économie moins les consommations intermédiaires, moins les impôts indirects plus les subventions d'exploitation. Le PIB peut s'entendre dans l'optique produit, dépense ou revenu. Les principaux agrégats de dépense du PIB sont la consommation finale des ménages, la consommation finale des administrations publiques, la formation brute de capital fixe, la variation des stocks, les exportations nettes de biens et services (y compris les échanges intra-zone euro).

**Ratio de déficit (administrations publiques) [*Deficit ratio (general government)*]** : rapport entre le déficit des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif. Il est également désigné par les termes ratio de déficit budgétaire ou ratio de déficit public.

**Ratio dette publique/PIB (administrations publiques) [*Debt-to-GDP ratio (general government)*]** : rapport entre la dette des administrations publiques et le PIB aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif.

**Réduction de créances (*Write-down*)** : ajustement à la baisse de la valeur des prêts enregistrés dans les bilans des IFM lorsqu'il est reconnu que les prêts sont devenus en partie irrécouvrables.

**Rémunération par tête ou par heure travaillée (*Compensation per employee or per hour worked*)** : rémunération totale, en numéraire ou en nature, versée par les employeurs aux salariés, à savoir les salaires et traitements bruts, ainsi que les primes, heures supplémentaires et les cotisations de sécurité sociale versées par l'employeur, divisée par le nombre total de salariés ou par le nombre total d'heures travaillées.

**Réserves obligatoires (*Reserve requirement*)** : obligation faite aux établissements de crédit de constituer un montant minimum de réserves auprès de la banque centrale sur une période de constitution. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte de réserves de l'établissement sur la période de constitution.

**Sociétés d'assurance et fonds de pension (*Insurance corporations and pension funds*)** : sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation de risques.

**Solde budgétaire structurel (administrations publiques) [*Structural fiscal balance (general government)*]** : solde budgétaire effectif corrigé des facteurs conjoncturels (c'est-à-dire solde corrigé du cycle) et des mesures budgétaires exceptionnelles.

**Soutien renforcé du crédit (*Enhanced credit support*)** : mesures non conventionnelles prises par la BCE/l'Eurosystème au cours de la crise financière en vue de soutenir les conditions de financement et les flux de crédit au-delà de ce qui pourrait être réalisé par le seul biais des réductions des taux directeurs de la BCE.

**Stabilité des prix (*Price stability*)** : selon la définition du Conseil des gouverneurs, une progression de l'IPCH inférieure à 2 % par an pour la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

**Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [*Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]** : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les indices de TCE de l'euro sont calculés par rapport à différents groupes de partenaires commerciaux : le TCE-20 comprend les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE, et le TCE-40 recouvre le groupe TCE-20 et vingt autres pays. Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de produits manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

**Taux directeurs de la BCE (*Key ECB interest rates*)** : taux d'intérêt fixés par le Conseil des gouverneurs, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Il s'agit du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt.

**Taux d'intérêt des IFM (*MFI interest rates*)** : taux d'intérêt que les établissements de crédit et autres IFM résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la zone euro et aux prêts qui leur sont consentis.

**Taux de soumission maximal (*Maximum bid rate*)** : taux d'intérêt maximal auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations de retrait de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

**Taux de soumission minimal (*Minimum bid rate*)** : taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des opérations d'apport de liquidité par voie d'appels d'offres à taux variable.

**Titre de créance (*Debt security*)** : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

**Titrisation (*Securitisation*)** : opération ou montage permettant la cession d'un actif ou d'un portefeuille de créances, souvent constitué de prêts (prêts immobiliers, prêts à la consommation, etc.), du cédant (généralement un établissement de crédit) à un véhicule financier. Celui-ci transforme ces actifs en titres négociables en émettant des titres souscrits par les investisseurs. Les flux d'intérêts et de remboursement sur le portefeuille de créances qu'il a achetées aux banques permettent le service de la dette qu'il émet.

**Valeur de référence pour la croissance de M3 (*Reference value for M3 growth*)** : taux de croissance annuel de M3 jugé compatible avec la stabilité des prix à moyen terme.

**Véhicule financier *ad hoc* [*Financial vehicle corporation (FVC)*]** : entité dont l'activité principale consiste à effectuer des opérations de titrisation. Un véhicule financier *ad hoc* émet généralement des titres négociables qui sont commercialisés auprès du grand public, ou vendus sous forme de placements privés. Ces titres sont adossés à un portefeuille d'actifs (habituellement des prêts) qui sont détenus par le véhicule financier *ad hoc*. Dans certains cas, l'opération de titrisation peut faire intervenir plusieurs véhicules financiers *ad hoc*, l'un détenant les actifs titrisés et un autre émettant les titres adossés à ces actifs.

**Volatilité (*Volatility*)** : degré de fluctuation d'une variable donnée.

**Volatilité implicite (*Implied volatility*)** : volatilité attendue (c'est-à-dire l'écart type) des taux de variation du prix d'un actif, notamment d'une obligation ou d'une action. Elle peut être calculée à partir du prix d'un actif, de sa date d'échéance et du prix d'exercice de ses options, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options, tel que le modèle Black-Scholes.

**Zone euro (*Euro area*)** : zone constituée par les États membres de l'UE dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Directeur de la publication : Nathalie AUFAUVRE  
Secrétaire général

Impression : STIPA, Montreuil (93)

Dépôt légal : Juin 2014